



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA
O FINANČNEJ
STABILITE
K NOVEMBRU 2012

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

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

Telefón:
02 5787 2141
02 5787 2146

Fax:
02 5787 1128

<http://www.nbs.sk>

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

ISSN 1338-6123 (elektronická verzia)



OBSAH

ZHRNUTIE	4	4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE	27
1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU	6	4.1 Bankový sektor	29
1.1 Predpoklady pre finančnú stabilitu SR vyplývajúce z globálnej ekonomiky a finančných trhov	7	4.1.1 Finančná pozícia bankového sektora	29
1.2 Finančná pozícia bankového sektora eurozóny a jej vplyv na domáci bankový sektor	13	4.1.2 Riziká v bankovom sektore	31
2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU	16	4.2 Vývoj a riziká v ostatných sektoroch finančného trhu	35
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR	17	4.3 Makrostresové testovanie finančného sektora	42
2.2 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia	20	PRÍLOHY	
3 VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ	21	1 Banková únia ako súčasť riešenia krízy v eurozóne a jej možné dopady na Slovensko	47
3.1 Vývoj v sektore nefinančných podnikov	23	2 Vývoj reálnych príjmov v ekonomike SR	58
3.2 Vývoj v sektore domácností	24	3 Vplyv hospodárskeho cyklu na likviditu bánk	63
3.3 Strednodobé riziká v sektore nefinančných korporácií a domácností	25	SKRATKY	72
		ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV	74



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

Cieľom správy o finančnej stabilite je včasná identifikácia rizík pre domácu finančnú stabilitu. Tým prispieva k prevencii vzniku porúch vo

finančnom systéme, ktoré by mohli mať negatívny dopad na hospodársku výkonnosť. Správa sa zameriava na riziká, ktoré vznikajú v externom prostredí (globálna ekonomika a finančné trhy), v reálnej ekonomike, vo verejných financiách a finančnom sektore Slovenska.

V správe sa využívajú údaje a informácie z Národnej banky Slovenska, Európskej centrálnej banky, Štatistického úradu Slovenskej republiky, Eurostatu a iných externých zdrojov.



ZHRNUTIE

Od zverejnenia predchádzajúcej Správy o finančnej stabilite k máju 2012 sa podmienky pre finančnú stabilitu na Slovensku celkovo nezmenili a ostali sťažené. Hoci najakútnejšie prejavy systémovej krízy na finančných trhoch v eurozóne ustúpili, predovšetkým v dôsledku nových neštandardných opatrení ECB, svetová hospodárska aktivita klesala a výhľad na rok 2013 sa pod vplyvom výraznej neistoty zhoršoval. Domáca ekonomika relatívne dobre odolávala nepriaznivému vývoju v zahraničí, no v nadväznosti na zhoršovanie ekonomickej situácie v externom prostredí a domácu fiškálnu konsolidáciu boli prognózy pre jej rast prehodnotené nadol. V krátkodobom horizonte môžeme očakávať mierne zhoršovanie podmienok pre domácu finančnú stabilitu, pričom najmä v externom prostredí výrazne prevažujú negatívne riziká. Domáci finančný sektor má však naďalej dobré predpoklady odolávať sťaženým podmienkam a vyšším rizikám.

Najvýznamnejšie riziká v externom prostredí pre domácu finančnú stabilitu sú spojené s očakávanými hospodársko-politickými rozhodnutiami. V prvom rade ide o rozhodnutia týkajúce sa reforiem a nápravy nerovnováh v krajinách eurozóny najviac zasiahnutých krízou, ktoré sú však značne determinované aj rozhodnutiami na úrovni eurozóny/EÚ. ECB svojím novým programom priamych menových transakcií (OMT), ktorý umožňuje nákup krátkodobých štátnych dlhopisov krajín eurozóny spadajúcich pod nápravné programy Európskeho stabilizačného mechanizmu, vytvorila vládam členských krajín časový priestor pre riešenie problémov. Avšak na úrovni dotknutých členských krajín rozhodovanie vlád a parlamentov komplikuje zlá ekonomická situácia a vysoká zadlženosť. Na európskej úrovni situáciu sťažuje nejednotný postoj krajín pokiaľ ide o spôsob hlbšej integrácie eurozóny. Uvedené skutočnosti zvyšujú riziko pre opätovné vyostrenie krízy s negatívnym dopadom na ekonomický rast v eurozóne, vrátane Slovenska.

Okrem reálnej ekonomiky je ďalším možným kanálom prenosu rizík do domáceho prostredia z krajín eurozóny postihnutých dlhovou krízou bankový sektor eurozóny. Napriek nárastu objemu vlastných zdrojov je finančná pozícia bánk

v západnej Európy naďalej veľmi krehká, najmä z dôvodu ich značného vystavenia rizikovým krajinám eurozóny.

Dôležitými determinantmi pre vývoj podmienok v globálnej ekonomike budú aj politické rozhodnutia týkajúce sa spôsobu riešenia značných vnútorných a vonkajších nerovnováh v ďalších významných ekonomikách – v USA ide o tzv. „fiškálny útes“ a v Číne relatívne slabú hospodársku výkonnosť. Neistota v súvislosti s výsledkom týchto rozhodnutí už v súčasnosti tlmí globálnu hospodársku aktivitu, čo výraznejšie než pred pol rokom pociťuje aj slovenská ekonomika. Výhľad rastu slovenskej ekonomiky bol od publikovania predchádzajúcej Správy prehodnotený smerom nadol. Zdrojom rastu hospodárstva bol naďalej iba čistý export. Slabý trh práce a reálny pokles príjmov domácností spolu s úsilím o konsolidáciu verejných financií sa premietali do poklesu domáceho dopytu. Napriek tomu Slovensko ostáva medzi ekonomikami eurozóny s najvyšším tempom rastu HDP. Odolnosť slovenskej ekonomiky voči zvýšeným napätiam v externom prostredí súvisí s relatívne priaznivými faktormi pre makrofinančnú stabilitu krajiny (relatívne nízka zadlženosť domácností, podnikov a verejného sektora a zdravá finančná pozícia bankového sektora), ako aj s vysokou konkurencieschopnosťou časti priemyselnej výroby (hlavne automobilov) na rastúcich zahraničných trhoch.

Hlavným zdrojom rizika pre finančnú stabilitu z domáceho prostredia je vývoj dlhovej pozície sektora verejnej správy. Aj napriek pokroku v znižovaní deficitu verejných financií ostáva stabilizácia dlhovej pozície na bezpečnej úrovni úlohou najbližších niekoľkých rokov. Prípadné nesplnenie cieľov konsolidácie by mohlo negatívne ovplyvniť podmienky pre domácu finančnú stabilitu.

Krehká domáca ekonomická situácia, spolu s jej zhoršujúcim sa výhľadom a vyššími rizikami v externom prostredí, sa odzrkadlila aj na klesajúcej dynamike úverovania reálnej ekonomiky bankami v prvom polroku 2012. Objem úverov podnikom – najmä pod vplyvom sprísnenia úverových štandardov zo strany bánk – dokonca medzi-



ročne klesal. Bankový sektor tiež zaznamenal medziročný pokles ziskovosti, pričom prvýkrát v sledovanej histórii došlo k medziročnému poklesu čistých úrokových príjmov bankového sektora. Za týmto vývojom sú jednak externé vplyvy ako zavedenie mimoriadneho odvodu bankových inštitúcií, ale aj spomínané spomalenie úverovej aktivity a pokles úrokových marží. Druhá skupina faktorov pritom nemusí mať čisto cyklický charakter, a nižšia ziskovosť bankového sektora môže mať aj štrukturálne príčiny. Ako to potvrdzujú aj výsledky stresového testovania, schopnosť generovať úrokové výnosy je jedným z kľúčových faktorov odolnosti bankového sektora voči negatívnym vplyvom. Slabšia ziskovosť bánk teda znamená ich nižšiu schopnosť čeliť stratám cez posilňovanie kapitálového vankúša.

V slovenskom bankovom sektore výrazne dominujú kreditné riziká. Pre bankový sektor predstavuje vyššie riziko finančná pozícia zadlžených podnikov, pričom ide o podniky najmä z odvetví obsluhujúcich domáci dopyt (stavebníctvo, sektor komerčných nehnuteľností). Kým situácia z hľadiska objemu a podielu nesplácaných úverov podnikom je stabilná, zvýšené kreditné riziká do budúcnosti okrem slabšieho domáceho prostredia súvisia aj s rizikami v externom prostredí. Napriek málo priaznivým podmienkam pre stabilizáciu finančnej situácie domácností sa úverové riziko časti domácností, ktorému je domáci bankový sektor vystavený, udržiava v bezpečných medziach. Kreditné riziko domácností pomáha zmierňovať najmä obdobie nízkych úrokových sadzieb. Banky však nesmú podceňovať dopady prípadného náhleho rastu úrokových sadzieb na schopnosť klientov splácať svoje záväzky. Na ná-

rast rizika domácností tlačí rastúci trend podielu vyšších a stredných príjmových skupín v štruktúre nezamestnaných a silnejúca konkurencia medzi bankami.

Napriek čiastočnému upokojeniu situácie na finančných troch v eurozóne pretrvávajú zvýšené riziko negatívneho dopadu trhového precenenia dlhových cenných papierov (najmä slovenských štátnych dlhopisov) na ziskovosť a kapitálovú primeranosť bánk. Toto riziko momentálne zmierňuje relatívne veľký podiel umiestnenia týchto aktív bankami v portfóliách cenných papierov držaných do splatnosti. Problém by však mohol nastať v prípade nárastu výnosov a potreby predaja týchto aktív za účelom získania likvidity. Čo sa týka rizika likvidity, slovenský bankový sektor má v porovnaní s ostatnými štátmi eurozóny veľmi stabilné zloženie pasív. Podiel primárnych vkladov na celkových pasívach je na Slovensku v rámci eurozóny najvyšší, zatiaľ čo závislosť na zahraničných a medzibankových zdrojoch je najnižšia.

Stresové testovanie bankového sektora potvrdilo jeho naďalej dobrú odolnosť aj voči extrémne nepriaznivému vývoju v ekonomike a na finančných trhoch najmä vďaka silnej kapitálovej pozícii sektora. Tú bankový sektor zlepšoval aj v prvom polroku 2012, pričom priemerná hodnota primeranosti základných vlastných zdrojov bankového sektora ku koncu júna dosiahla 14,1 %. K rastu primeranosti vlastných zdrojov okrem poklesu rizikovo vážených aktív prispel nárast objemu vlastných zdrojov (polročne o 11,8 %), a to najmä vďaka tomu, že banky si ponechali 46 % zisku z roku 2011 vo vlastných zdrojoch.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1

1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

V období od publikovania Správy o finančnej stabilite k máju 2012 došlo k podstatnému zmierneniu napätia a poklesu rizikovej averzie na finančných trhoch. Situáciu pomohli upokojiť najmä opatrenia centrálnych bánk. Hoci akútne prejavy dlhovej krízy v eurozóne sa podarilo zmierniť, definitívnu stabilizáciu sprevádza veľká neistota. Obavy vyvolávajú predovšetkým slabá výkonnosť ekonomík a politické riziká. Aj keď môžeme konštatovať zmiernenie rizík z externého prostredia, pretrvávajúca zvýšená neistota a zhoršujúci sa výhľad pre výkonnosť kľúčových ekonomík z hľadiska slovenských exportov bude naďalej nepriaznivo vplyvať na podmienky pre domácu finančnú stabilitu.

K najvýznamnejším rizikám v horizonte jedného až dvoch rokov v externom prostredí pre domácu finančnú stabilitu patria nasledujúce – navzájom prepojené – riziká:

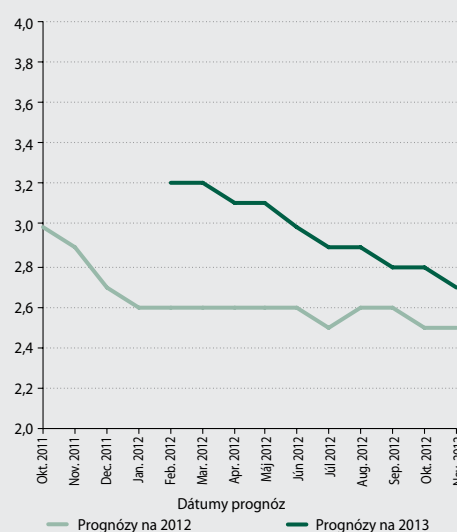
- Opätovná eskalácia dlhovej krízy v eurozóne, pričom spúšťačmi nárastu averzie k riziku môžu byť chybné alebo nedostatočné reakcie vlád na problémy na národných úrovniach alebo na úrovni EÚ/eurozóny.
- Horší než očakávaný globálny hospodársky rast, čo môže do veľkej miery závisieť aj od vládných opatrení v USA a v najväčších rozvíjajúcich sa krajinách.
- Pomaly sa zlepšujúca, no stále relatívne slabá finančná pozícia časti bankového sektora EÚ, ktorú ohrozujú aj vyššie uvedené riziká.

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

Výkonnosť svetovej ekonomiky bola v prvej polovici roka 2012 negatívne ovplyvnená opätovným vyostrením dlhovej krízy v eurozóne v druhom štvrtroku 2012. Hoci finančné trhy po opatreniach centrálnych bánk ovládli pozitívne nálady, pretrvávajúca silná neistota týkajúca sa dôležitých hospodársko-politických rozhodnutí v kľúčových ekonomikách bráni vyššej hospodárskej aktivite.

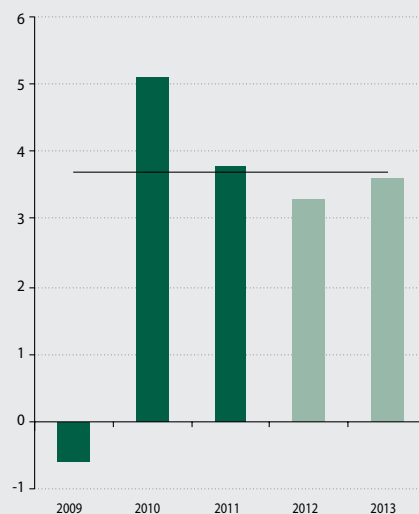
Globálna ekonomická aktivita sa v priebehu roka 2012 spomaľovala a prognózy pre rast svetovej ekonomiky sa prehodnocovali smerom nadol (graf 1). Globálny rast je tak v roku 2012 najpomalší od recesie v roku 2009 (graf 2). Dôvodmi

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



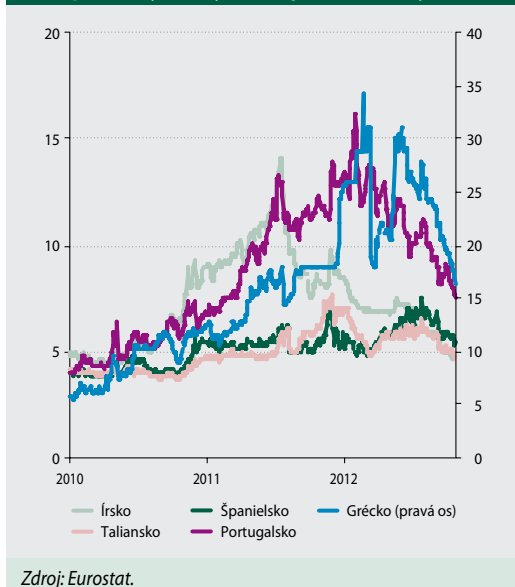
Zdroj: Consensus Forecasts.

Graf 2 Svetové HDP (medziročná % zmena)



Zdroj: Medzinárodný menový fond.

Poznámky: Údaje za roky 2012 a 2013 sú prognózami MMF. Horizontálna čiara názorňuje priemerný rast reálneho HDP v období 1980 až 2011.

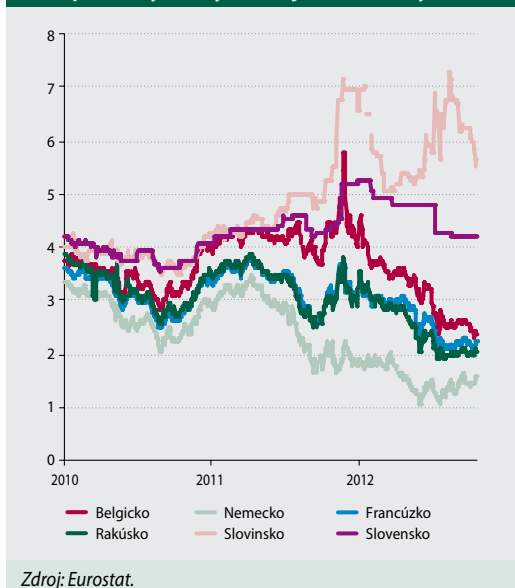
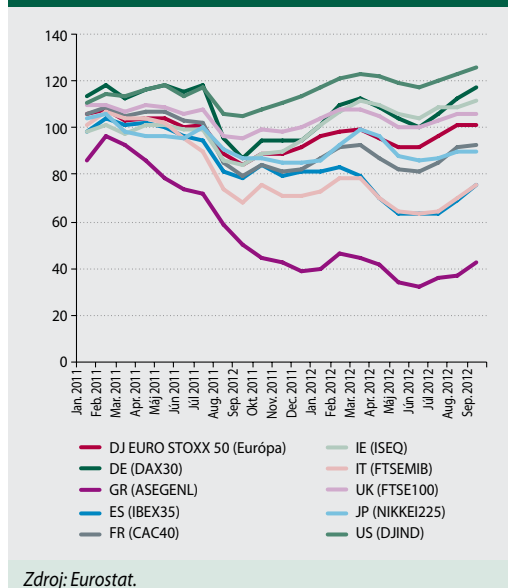
Graf 3 Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny (%)


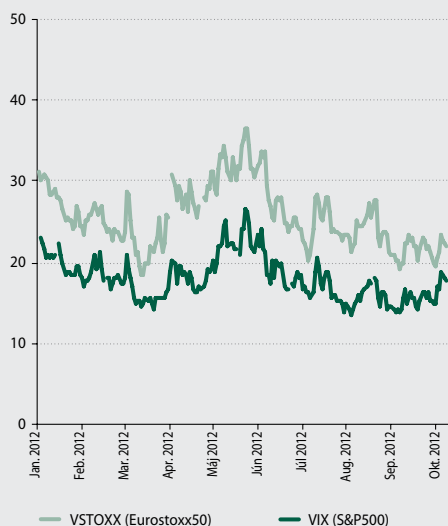
sú stále intenzívna dlhová kríza v eurozóne, slabé finančné inštitúcie, konsolidácia verejných financií v mnohých krajinách naraz a oddlžovanie súkromného sektora.

Kým centrálné banky opäť pristúpili k ráznym podporným opatreniam, vlády a parlamenty vo viacerých prípadoch konajú menej odhod-

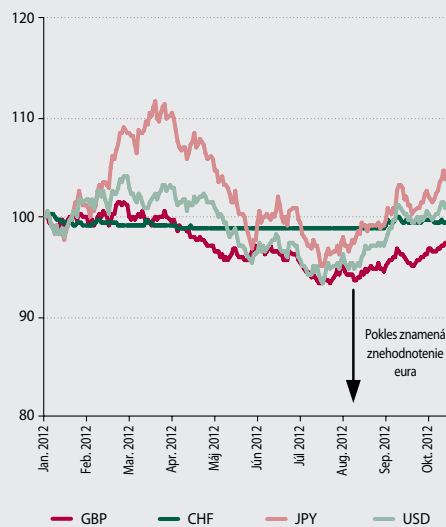
lane, než by bolo treba na zmiernenie silnej neistoty ekonomických subjektov. Bank of England vo februári a júli 2012 rozhodla o zvýšení nákupov aktív (prevažne štátnych dlhopisov) spolu o 100 mld. £. Európska centrálna banka (ECB) 6. septembra 2012 predstavila nový nástroj (OMT), ktorý jej umožní neobmedzený nákup štátnych dlhopisov na sekundárnom trhu tých krajín eurozóny, ktoré požiadajú ESM o finančnú pomoc a príjmu záväzný plán makroekonomickej stabilizácie. O niekoľko dní neskôr Federálny rezervný systém (Fed) ohlásil tretiu vlnu kvantitatívneho uvoľňovania v podobe nákupov agentúrnych dlhopisov krytých hypotekárnymi úvermi. Nový program kvantitatívneho uvoľňovania na podporu ekonomického rastu predstavila aj Bank of Japan a menové podmienky uvoľňovali viaceré ďalšie centrálné banky vo svete.

Finančné trhy tieto opatrenia prijali pozitívne. Neudržateľne vysoké výnosy na štátne dlhopisy niektorých krajín eurozóny klesli späť k stabilnejším úrovniam. Naopak, nízke výnosy nemeckých štátnych dlhopisov stúpili, keď sa oslabil prílev zdrojov do týchto aktív za účelom „bezpečného prístavu“ (grafy 3 a 4). Pokles neistoty investorov sa prejavil aj na svetových akciových trhoch, ktoré od júla nastúpili silne rastúci trend a ich volatilita klesla (grafy 5 a 6). Klesalo aj napätie na medzibankovom

Graf 4 Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny (%)

Graf 5 Vývoj akciových indexov (2010 = 100)


Graf 6 Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX


Zdroj: CBOE a STOXX.

Graf 8 Vývoj nominálneho kurzu mien voči euru (denné údaje, index 2.2.2012 = 100)


Zdroj: Eurostat.

trhu eurozóny a kurz eura sa zhodnocoval (graf 7 a 8).

Tento optimizmus investorov však nemusí mať dlhé trvanie. Ekonomické oživenie môže naraziť na zlé rozhodnutia alebo nečinnosť vlád v kľúčových ekonomikách sveta. Neistota týkajúca sa výsledku týchto rozhodnutí už aj v súčasnosti

obmedzuje investície firiem a celkovo prispieva ku globálnemu hospodárnemu útlmu, ktorý výraznejšie než pred pol rokom pociťuje aj slovenská ekonomika.

Jedným z kľúčových determinantov výkonnosti svetového hospodárstva v ďalšom období je pokračujúce úsilie o nápravu dôležitých nedostatkov eurozóny v oblasti jej správy a fungovania. Koncept bankovej únie bol dohodnutý na summite európskych lídrov koncom júna 2012. Hlavnou myšlienkou tohto konceptu je obnovenie finančnej integrácie menovej únie na udržateľnom základe cez oddelenie rizika štátov od finančného sektora v danej krajine a zavedenie zdieľania rizík medzi členskými krajinami.¹ Avšak práve so zdieľaním rizík vo forme priamej rekapitalizácie bánk zo spoločného záchranného fondu ESM príliš nesúhlasia najväčší čistý prispievatelia do tohto fondu. Skupina krajín na čele s Nemeckom zvolila opatrný postoj a presadzuje pomalšie tempo zavádzania bankovej únie. Opačná je pozícia skupiny krajín na čele s Francúzskom, ktorá chce rýchly postup k plnej bankovej únii. Rozhodovanie je zložitú, pretože v zásade ide o spôsob alokácie prípadných strát z nesplatených dlhov (t. j. kto bude v konečnom dôsledku tieto straty znášať). Pretrvávajúca neistota týkajúca sa týchto rozhodnutí však zvyšuje riziko opätovného vyostrenia krízy s negatívnym do-

Graf 7 Spready na medzibankovom trhu eurozóny (bázické body)


Zdroj: EURIBOR-EBF.

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

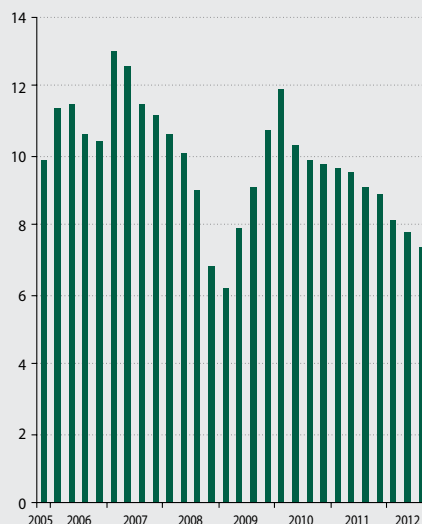
¹ Podrobnejšie v prílohe 1 tejto správy.

padom na ekonomický rast v eurozóne.² To by následne opäť komplikovalo riešenie dlhovej krízy a tento začarovaný kruh by mohol viesť k podstatne horšej globálnej ekonomickej situácii než aká sa v súčasnosti očakáva.

Ďalšou dôležitou podmienkou naplnenia základných prognóz pre hospodársky rast (vrátane prognózy v grafe 2) je rozhodnutie politikov v USA o probléme tzv. „fiskálneho útesu“. Hrozí, že pri súčasnom nastavení legislatívy dôjde na konci roka 2012 k automatickému vypršaniam viacerých daňových stimulov z minulosti a výdavkovým škrtom v celkovom objeme až do 5 % HDP. Opätovnému pádu americkej ekonomiky do recesie môžu zabrániť členovia Kongresu, ktorí sa v relatívne krátkom období (do Vianoc 2012) musia dohodnúť na dôveryhodnom pláne fiškálnej konsolidácie. Obavy pramenia z toho, že dva najväčšie konkurenčné tábory demokratov a republikánov zatiaľ preukazujú veľmi malú ochotu dosiahnuť kompromis v otázke spôsobu a rozsahu konsolidácie federálneho rozpočtu.

Nezanedbateľný vplyv na výkonnosť svetovej ekonomiky majú a v najbližšom období budú mať aj makroekonomické politiky v najväčších rozvíjajúcich sa krajinách sveta. V Číne, kde medziročná miera rastu reálneho HDP klesla z dvojciferných úrovní pred krízou k úrovni 7,4 % v treťom kvartáli 2012 (graf 9), tentoraz absentujú zásadné stimulačné opatrenia (podobné tým z roku 2009).³ Čínske autority sa pravdepodobne chcú vyvarovať podobnému scenáru ako v rokoch 2009 – 2010, keď masívna menová expanzia viedla k prehriatiu ekonomiky sprevádzanej silnými inflačnými tlakmi a cenovou bublinou na trhu nehnuteľností s následným rýchlym rastom zlyhaných úverov. Kľúčovým problémom čínskej ekonomiky je len veľmi pomalý pokrok v plnení plánov na zmenu ťažiska hospodárskeho rastu z exportu a investícií na domácu spotrebu. Rusko a ďalšie krajiny silne závislé od exportu surovín pocítila najmä slabší dopyt po energetických surovinách. Ten však už teraz kompenzujú podporou domáceho dopytu pomocou vyšších vládnych výdavkov a menovou expanziou. India je relatívne uzavretá ekonomika a nie je závislá ani od exportu komodít, no chýbajúce reformy, silná byrokracia a politické omyly viedli k vý-

Graf 9 HDP Číny (medziročný rast v %)



Zdroj: National Bureau of Statistics of China.

raznému poklesu tempa rastu HDP v roku 2011 a v prvom polroku 2012 pri pretrvávajúcej vysokej inflácii. V septembri 2012 však vláda zverejnila súbor opatrení na prilákanie priamych zahraničných investícií, podporu domácich investícií a fiškálnu konsolidáciu, čo za predpokladu ich dôslednej implementácie môže podporiť rast. Brazília zaznamenala v poslednom období pomalší rast ekonomiky, najmä z dôvodu klesajúceho dopytu po komoditách, no znižovanie úrokových sadzieb centrálnou bankou na historicky najnižšie úrovne a pokles dane z miezd by mali pomôcť oživiť domáci dopyt v ďalšom období.

Vývoj v eurozóne napriek niektorým zlepšeniam je naďalej spojený s veľkými neistotami. Zhoršila sa aj výkonnosť regiónov a krajín sveta, ktorých dopyt (najmä po automobiloch) podporoval relatívne dobrú odolnosť slovenskej ekonomiky voči negatívnemu vývoju v eurozóne.

Slovensko, ako silne exportne orientovaná ekonomika, je závislé najmä od vývoja dopytu v EÚ a eurozóne. V tomto regióne sa však celková ekonomická situácia v priebehu roka 2012 zhoršovala (tabuľka 1), čo sa prejavilo aj na prehodnocovaní prognóz pre rast HDP v rokoch 2012 a 2013 smerom nadol (graf 10).

² Detailnejšie o situácii v eurozóne sa píše ďalej v texte.

³ V septembri 2012 boli oznámené stimuly v objeme asi 2 % HDP (v podobe urýchlenia rozbehnutých investičných projektov) a čínska centrálna banka tiež opatrne uvoľňuje menové podmienky. Tieto opatrenia by sa mohli prejavíť v odrazení sa čínskej ekonomiky od dna už na konci roka 2012.

Tabuľka 1 Rast reálneho HDP (%)

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

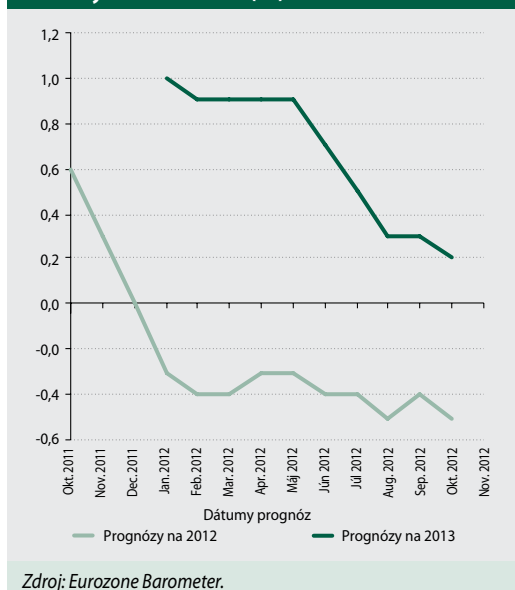
Zdroj: Eurostat.

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

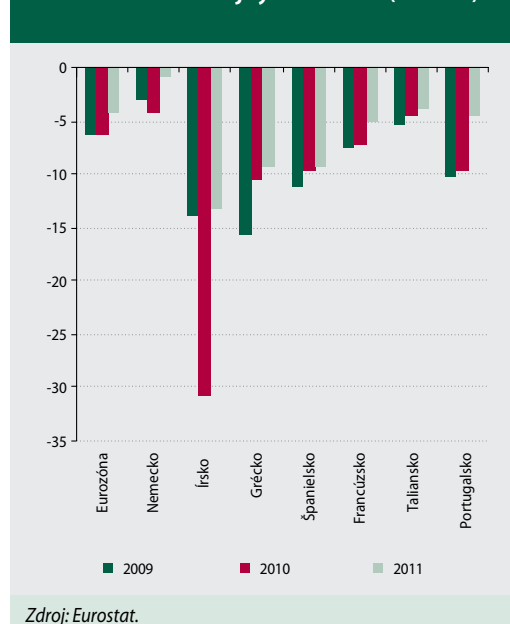
Tento vývoj vyplýval najmä z čoraz intenzívnejšieho prelievania recesie v tzv. periférnych krajinách do ostatných krajín EÚ. Pod tlakom finančných trhov a záväzkov dohodnutých pri prijatí finančnej pomoci od EÚ a MMF pokračovali vlády periférnych krajín v opatreniach na zníženie fiškálnych deficitov s cieľom stabilizovať svoje verejné dlhy. Hoci najmä v znižovaní deficitov sa v tomto smere za posledných niekoľko rokov dosiahol pokrok (graf 11), v takmer každej z dotknutých krajín je plnenie vytyčených konsolidačných cieľov čoraz ťažšie. Fiškálna konsolidácia má za následok pokles už aj tak slabého domáceho dopytu a hospodársku recesiu (okrem Írska), čo následne sťažuje plnenie cieľov pre pokles fiškálnych deficitov a štátneho dlhu v pomere k HDP. Výsledkom je slabnúca ochota obyvateľstva podstupovať nepopulárne opatrenia a klesajú-

ca ochota vlád ich prijímať.⁴ Hrozí tak opätovný nárast nedôvery sprevádzaný turbulenciami na finančných trhoch.

Slabý rast zároveň zhoršuje predpoklady pre riešenie problému solventnosti bánk a nefinančných spoločností v dotknutých krajinách. V tomto kontexte je pozitívnou skutočnosťou zlepšovanie cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti (grafy 12 a 13) a výrazné znižovanie externých nerovnováh periférnych krajín (graf 14). Hoci z veľkej časti sú ovplyvnené veľmi nepriaznivým cyklickým vývojom (rast nezamestnanosti a pokles objemu dovozov), tieto trendy naznačujú aj pokroky v štrukturálnom prispôbení ekonomík. Svedčia o tom aj náznaky zlepšenia v exportnej výkonnosti od roku 2009 najmä Španielska, Portugalska a Írska (graf 15).

Graf 10 Vývoj prognóz rastu HDP eurozóny na roky 2012 a 2013 (%)


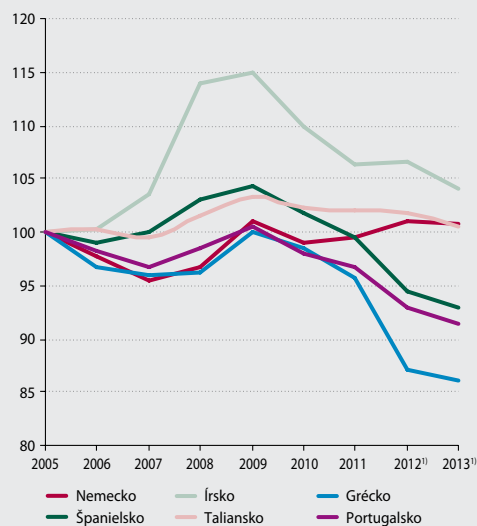
Zdroj: Eurozone Barometer.

Graf 11 Deficit verejných financií (% HDP)


Zdroj: Eurostat.

4 MMF (WEO, október 2012) pripúšťa, že znižovanie fiškálneho deficitu môže mať horší dopad na hospodársky rast než sa predpokladalo. Fiškálne multiplikátory v súčasnosti väčšie ako 1 – aj z dôvodu obmedzeného priestoru pre menovú politiku vytvorí efektívnu protiváhu silnej fiškálnej restrikcii – spôsobujú, že príliš rýchla konsolidácia verejných financií môže byť kontraproduktívna.

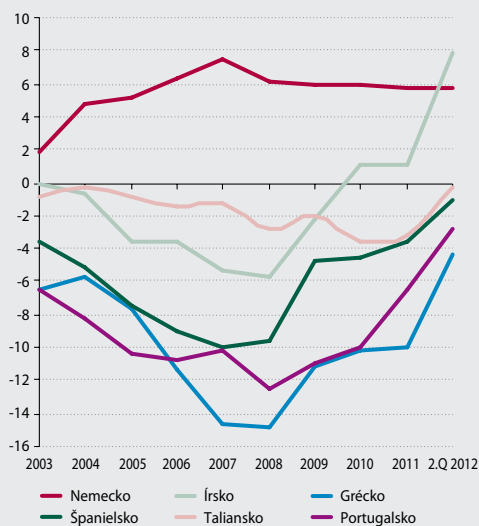
Graf 12 Index reálnych jednotkových nákladov práce (2005 = 100)



Zdroj: Eurostat.

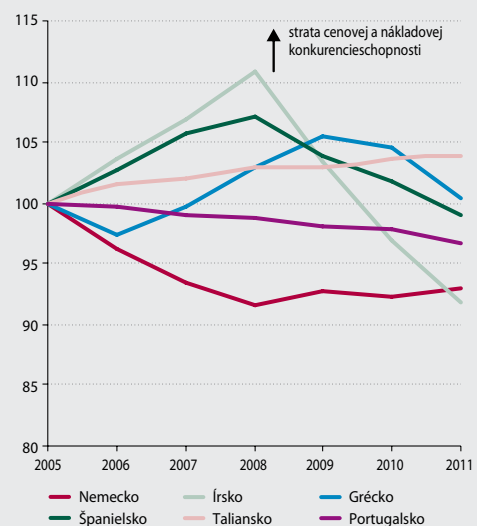
1) Údaje za roky 2012 a 2013 sú prognózy.

Graf 14 Saldo bežného účtu (% HDP)



Zdroj: Eurostat.

Graf 13 Reálny efektívny výmenný kurz (REER) – 16 obchodných partnerov (eurozóna) (index, 2005 = 100)



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: REER na základe jednotkových nákladov práce.

Graf 15 Podiel vývozu tovarov a služieb krajín na svetovom exporte (5-ročná zmena, %)

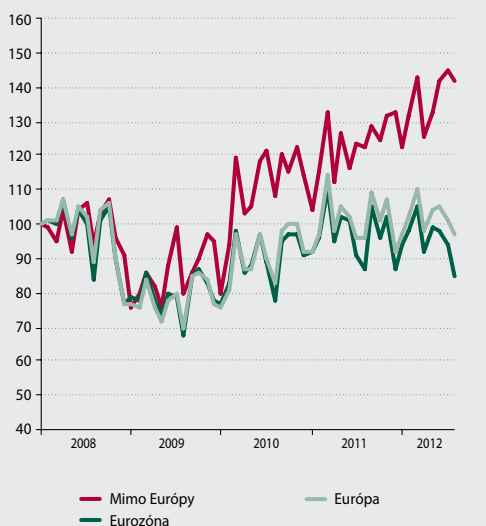


Zdroj: Eurostat.

Na európsku ekonomiku v priebehu roka 2012 negatívne vplýval aj klesajúci dopyt v rýchlejšie rastúcich rozvíjajúcich sa a vyspelých krajinách. Prejavilo sa to aj v poklese výkonnosti exportne orientovaných krajín EÚ vrátane Slovenska. Na-

priek tomu táto skupina krajín relatívne lepšie odoláva nepriaznivému vývoju vo zvyšku EÚ aj vďaka pokračujúcim silnejším vývozom produkcie do rýchlejšie rastúcich krajín mimo Európy (graf 16).

Graf 16 Vývoj exportu Nemecka (index, január 2008 = 100)



Zdroj: Deutsche Bundesbank, výpočty NBS.

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

Najväčšie európske banky zlepšovali svoju kapitálovú pozíciu. Ozdravenie bilancii množstva európskych bánk, potrebné na obnovenie dôvery, však prebieha pomaly. Kreditné riziká podnikov a domácností mali počas roka 2012 rastúci trend, no ich intenzita v jednotlivých krajinách sa výrazne líšila. Vyššie riziko štátov a jeho vplyv na stabilitu bánk v kríze najviac zasiahnutých krajinách zhoršujú podmienky financovania v týchto štátoch v protiklade s časťou eurozóny so stabilnejšou makrofinančnou situáciou. Opatrenia ECB zmiernili finančné tlaky na krajiny postihnuté dlhovou krízou, no nedokážu riešiť hlavné príčiny krízy v eurozóne.

Najvýznamnejšie európske bankové skupiny zvýšili objem vlastného kapitálu o viac ako 200 mld. € v období medzi decembrom 2011 a júnom 2012. Ide o výsledok odporúčaní Európskeho orgánu pre bankovníctvo (EBA) z decembra 2011, ktorých cieľom bolo vytvoriť výnimočný a dočasný kapitálový vankúš na obnovu dôvery na finančných trhoch vo svetle zložitej situácie v bankovom systéme EÚ. Podľa odporúčania malo 71 najvýznamnejších európskych bankových skupín dosiahnuť ukazovateľ

primeranosti základných vlastných zdrojov („Core Tier 1“ – CT1) na úrovni 9 % do konca júna 2012. Z uvedeného počtu 10 významných bánk pod hodnotenie EBA nakoniec nespadať, pretože buď podliehajú pomoci MMF/EÚ, alebo v nich prebieha rozsiahla reštrukturalizácia so štátnou pomocou a sú monitorované osobitne.⁵

Podľa ECB⁶ k zlepšeniu kapitálovej primeranosti veľkých európskych bánk prispel aj pokles rizikovo vážených aktív. Banky predávali najmä štruktúrované aktíva denominované v USD a obchodné portfólia, ktoré boli vstupom tzv. „Bazileja 2,5“ do platnosti na konci roka 2011 zaťažené výrazne vyššími rizikovými váhami. Zbavovali sa aj zahraničných pobočiek v USA a Južnej Amerike a aktív mimo jadra svojho podnikania (napr. poisťovní). Podľa EBA k výraznému poklesu úverovania reálnej ekonomiky zo strany bánk nedošlo. EBA v októbri 2012 zároveň oznámila, že plánuje vydať nové odporúčanie (o konzervácii kapitálu) s požiadavkou, aby banky udržiavali minimálne 9 %-nú primeranosť základných vlastných zdrojov.

Hoci proces znižovania zadlženosti európskych bánk pozvoľna pokračoval, mnohé európske banky ostávajú zraniteľné. Pod tlakom situácie na trhoch a novej regulácie ich obchodný model založený na relatívne slabšom vybavení vlastnými zdrojmi a značnej závislosti na volatilnom trhovom financovaní nie je udržateľný (tabuľka 2). Aj podľa pravidelného prieskumu Eurosystemu o úverovej činnosti bánk (*Bank Lending Survey*) k sprísneniu úverových štandardov bánk v eurozóne v 3. štvrťroku 2012 (oproti 2. štvrťroku 2012) prispeli z ponukových faktorov najmä kapitálová pozícia a prístup k trhovým zdrojom bánk. Naznačuje to potrebu pokračovania v náprave bankových bilancií v eurozóne. Rozsiahla podpora likvidity bankového sektora zo strany Eurosystemu na jednej strane pomáha zabezpečiť usporiadaný priebeh znižovania jeho zadlženosti s obmedzeným dopadom na reálnu ekonomiku, no na druhej strane potrebné ozdravenie bilancii a rekapitalizácia slabých bánk napreduje pomaly, čo bráni obnoveniu dôvery.⁷

Čo sa týka rizík, ktorým čelia európske banky, v ich intenzite je značný rozdiel medzi tzv. periférnymi krajinami zasiahnutými recesiou

5 Zo 61 hodnotených bánk požadovanú primeranosť CT1 na úrovni 9 % ku koncu júna 2012 nespĺnili dve cyperské banky a jedna slovenská. Tieto by mali do konca roka 2012 získať medzinárodnú alebo štátnu pomoc.

6 ECB: *Financial Stability Review*, jún 2012.

7 V tomto smere je pozitívnu správu zverejnenie výsledkov nezávislého auditu bilancii španielskych bánk 28. septembra 2012, ktoré vyčíslili dodatočnú potrebu vlastných zdrojov iba na 60 mld. €.



Tabuľka 2 Vybrané indikátory finančnej stability bánk (%)

	Tier 1 kapitál/ RWA	Vlastný kapitál/aktíva	Úvery/vklady	Krátkodobé záväzky/celko- vé pasíva	ROA
Grécko	1,5	-	154	42	-0,4
Írsko	16,2	8,3	155	24	-0,8
Taliansko	9,5	5,2	176	25	0,4
Portugalsko	9,1	4,5	132	18	0,3
Španielsko	10,5	4,9	142	14	0,2
Rakúsko	9,9	4,9	119	19	0,4
Francúzsko	11,5	2,5	116	32	0,2
Nemecko	11,9	2,2	98	10	0,2
Holandsko	14,3	4	99	8	0,4
UK	12,6	4,2	100	6	0,0
USA	13,4	7,1	71	20	0,8
Japonsko	12,3	2,8	73	21	0,5

Zdroj: MMF: Global financial stability report, október 2012.

Poznámky: Tier 1 kapitál = základné vlastné zdroje. RWA = rizikovo vážené aktíva.

a krajinami jadra eurozóny. Avšak trend zvyšovania kreditných rizík nefinančných spoločností a domácností, vzhľadom na zhoršujúcu sa ekonomickú situáciu a slabnúce trhy nehnuteľností vo viacerých krajinách, bol v priebehu roka 2012 rovnaký v oboch skupinách krajín a prispieval aj k zníženiu ziskovosti bánk eurozóny. Rozdielna intenzita nepriaznivého makroekonomického vývoja a odlišná situácia týkajúca sa rizika štátov sa prejavuje aj v podmienkach pre prístup k trhovým zdrojom bánk. Súkromný kapitál (vrátane bankových vkladov rezidentov) z väčšiny periférnych krajín prúdi do krajín jadra eurozóny, kde prispieva k relatívne uvoľneným finančným podmienkam pre domácnosti a podniky (v Nemecku existujú náznaky cenovej bubliny na trhu nehnuteľností). Naopak, financovanie reálnej ekonomiky zo strany bánk v periférnych krajinách klesá a je výrazne drahšie, čo spätne zhoršuje ich hospodársku situáciu.

Finančná kríza v eurozóne sa prejavuje fragmentáciou finančných trhov podľa členských krajín. Narastá finančná previazanosť medzi štátmi a bankami na národných úrovniach, čo za súčasných podmienok v periférnych krajinách podporuje obojsmerné okamžité prelievanie finančných problémov medzi týmito subjektmi. Okrem rastu rizík pre finančnú stabilitu sa tým znižuje aj funkčnosť transmisného mechanizmu spoločnej menovej politiky.⁸ ECB sa sériou neštandardných

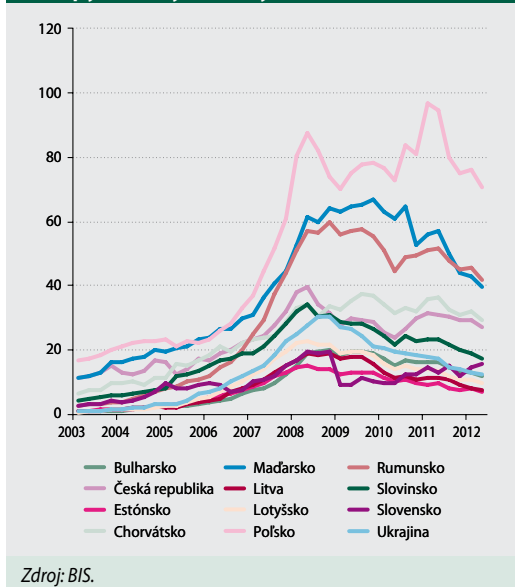
opatrení – aktuálne program OMT avizovaný prezidentom Draghim 26. júla 2012 a schválený Radou guvernérom ECB 6. septembra 2012 – snaží na tento vývoj reagovať stabilizujúco. Tieto opatrenia však neriešia podstatné príčiny finančnej krízy v eurozóne, vytvárajú len časovo obmedzený priestor pre ich riešenie vládami.

Bez dôslednej realizácie zásadných opatrení – napr. vzniku bankovej únie a realizácie štrukturálnych reforiem na podporu ekonomického rastu periférnych krajín eurozóny – bude tlak na znižovanie zadlženosti európskych bánk a finančná fragmentácia v eurozóne pokračovať. Slovensko by takýto vývoj pocítilo – tak ako doteraz – skôr nepriamo cez zhoršenie podmienok pre hospodársky rast.

Ak nedôjde k trvalejšiemu obnoveniu dôvery na finančných trhoch v eurozóne a ekonomická situácia v periférnych krajinách sa bude ďalej výrazne zhoršovať, tlak na znižovanie zadlženosti bude pokračovať. Pokles úverovania by najvýraznejšie zasiahol, podobne ako tomu bolo doteraz, periférne krajiny s nepriaznivými dopadmi na ekonomickú výkonnosť celej eurozóny. Svoju angažovanosť môžu zahraničné banky ďalej znižovať aj v regióne strednej a východnej Európy tak, ako to robia od roku 2009. Predpokladáme však naďalej diferencovaný prístup v rámci regiónu zo strany zahraničných bánk. Ako je vidieť

⁸ Podrobnejšie v prílohe 1.

Graf 17 Objem pohľadávok z úverov a vkladov zahraničných bánk voči vybraným krajinám regiónu východnej Európy (všetky sektory, mld. USD)



Zdroj: BIS.

na grafe 17, vo vybraných krajinách východnej Európy zahraničné banky výraznejšie znižovali svoju angažovanosť aj v poslednom období. Jediné Slovensko vykazuje opačný trend vďaka rastu úverov zahraničných bánk.

Vzhľadom na relatívne dobrú ziskovosť, veľmi nízku závislosť domácich bánk od zdrojov ich zahraničných matiek a relatívnu makroekonomickú stabilitu ani v ďalšom období nepredpokladáme výrazný priamy dopad znižovania zadlženosti zahraničných bánk cez znižovanie ich bilancií na náš finančný sektor a ekonomiku. Nepriamo, cez zhoršenie hospodárskej situácie v eurozóne, však tento proces môže negatívne ovplyvňovať domácu hospodársku aktivitu a následne aj ochotu domácich bánk poskytovať úvery.



VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2.1 CELKOVÝ VÝVOJ EKONOMIKY SR

Domáce makroekonomické podmienky v prvom polroku 2012 možno hodnotiť ako vcelku uspokojivé. Od druhého polroka makroekonomické údaje naznačujú spomaľovanie ekonomickej aktivity. Perspektívy rastu sú síce nižšie, ale v kontexte eurozóny (aj krajín regiónu) má SR uspokojivú výkonnosť.

Konsolidácia verejných financií bola v roku 2012 poznačená efektom predčasných volieb, keď sa jej tempo z predchádzajúceho roka neudržalo. Efekt konsolidačných opatrení novej vlády by sa mal výraznejšie premietnuť do nižšieho deficitu až v roku 2013. Prevažujúca orientácia na príjmové opatrenia je spojená s rizikom, že nižší rast ekonomiky môže podkopať predpokladanú daňovú základňu, čo zvyšuje neistotu dosiahnutia plánovaných príjmov. Opätovná volatilita na trhoch v súvislosti s vývojom v Španielsku koncom apríla 2012 financovanie SR negatívne nezasiahla. SR bola vnímaná ako bezpečnejšia krajina a náklady financovania štátnych cenných papierov poklesli.

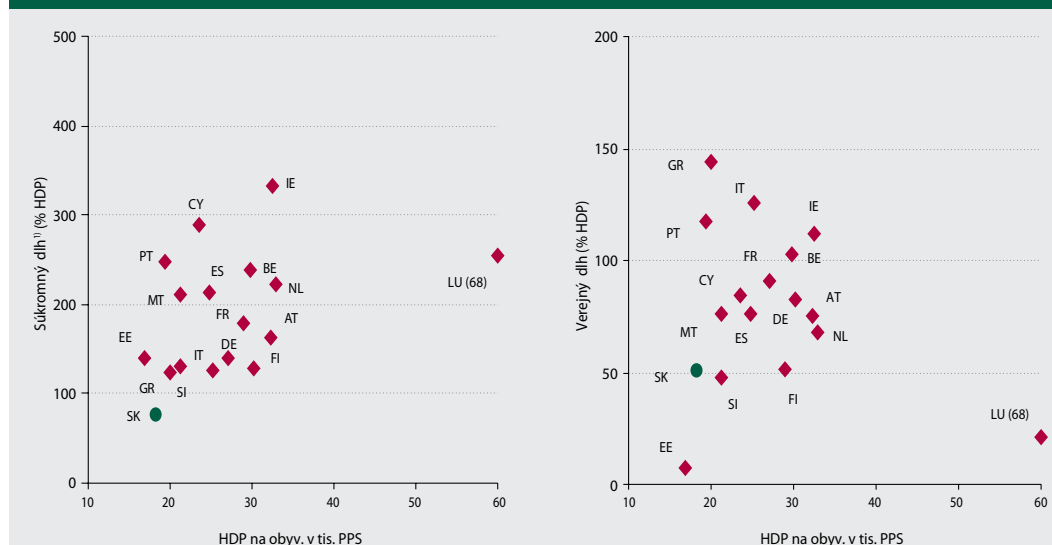
Hrubá zadlženosť súkromného a verejného sektora v pomere k HDP v roku 2012 vzrástla, ale aj napriek nárastu dlhu je pozícia Slovenska v porovnaní s krajinami eurozóny na porovnateľnej ekonomickej úrovni naďalej priaznivá (graf 18). Rozsah potrebných náprav v bilanciách domácností a podnikov nie je na agregátnej úrovni kritický. Komplikovanejšia je pozícia sektora verejnej správy.

Čistá zadlženosť SR, vyjadrená ako čisté finančné bohatstvo SR⁹ v pomere k HDP ku koncu polroka 2012 mierne poklesla (na -52,9 % HDP) najmä vplyvom posilnenia veriteľskej pozície finančných inštitúcií (okrem NBS) a domácností, pri náraste dlžníckej pozície nefinančných podnikov a sektora verejnej správy.

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

Reálny HDP vzrástol v prvom polroku 2012 medziročne o 2,9 %. Domáci dopyt bol nízky aj na-

Graf 18 Hrubý dlh súkromného a verejného sektora voči ekonomickej úrovni krajiny



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: K prvému polroku 2012.

1) Súkromný dlh – dlh domácností a nefinančných spoločností, nekonsolidované.

9 Stav čistých prijatých pôžičiek, na základe štatistiky štvrtročných finančných účtov.

priek pozitívnemu impulzu úverov poskytnutých domácnostiam z domáceho finančného sektora. V štruktúre rastu dominoval príspevok čistého exportu pri poklese domáceho dopytu. Domáci dopyt bol podporovaný len rastom investícií nefinančných podnikov na tvorbu nových výrobných kapacít pri stagnácii spotrebiteľského dopytu, poklese konečnej spotreby verejnej správy a redukcii zásob. Pri nízkom raste miezd a stagnácii zamestnanosti si produktivita práce udržiavala pozitívne prírastky.

Inflačné tlaky naďalej pretrvávajú.

Rast inflácie v roku 2012 súvisel s vývojom externých faktorov – rastom cien potravín a energetických komodít, ako aj s vplyvom úpravy daní. Na úrovni ekonomiky sa spomaľovanie rastu realizovalo bez výraznejších dezinflačných tlakov.

Vývoj konkurencieschopnosti a externej pozície SR patrili ku silnejším stránkam ekonomiky.

Nárast konkurencieschopnosti slovenského exportu¹⁰ zaznamenaného v predchádzajúcich dvoch rokoch sa v prvom polroku 2012 (medziročne) mierne spomaľoval. Prispieval k tomu nárast inflačného diferenciálu oproti zahraničným obchodným partnerom, ktorý pôsobil proti miernemu nominálnemu oslabeniu efektívneho kurzu.

Dynamický export naďalej napomáhal udržiavaní vonkajšej rovnováhy ekonomiky SR.

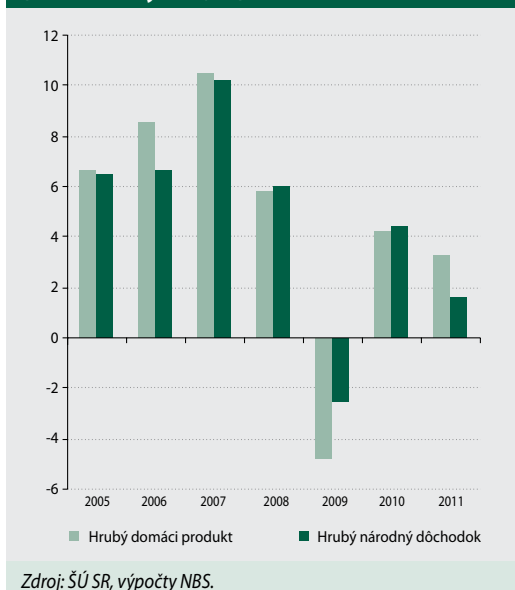
Prebytok bežného účtu platobnej bilancie sa ku koncu prvého polroka 2012 zvýšil na 2,5 % HDP najmä vplyvom prebytku obchodnej bilancie pri raste objemu dovozu aj vývozu tovaru. Na kapitálovom a finančnom účte bol zaznamenaný čistý prílev kapitálu vo forme priamych zahraničných investícií a portfóliových investícií. Čistý odlev v kategórii ostatných investícií vyplýval z vývoja v sektore vlády (plnenie záväzkov vlády voči Európskemu fondu finančnej stability).

Slovensko dlhodobo získava zdroje na svoj rast zo zahraničia, čo sa prejavuje prehlbovaním negatívnej medzinárodnej investičnej pozície. Avšak len časť týchto zdrojov (32 %) má dlhový charakter, dominantnú časť tvorí majetková zložka, ktorá predstavuje vcelku stabilný zdroj financovania.

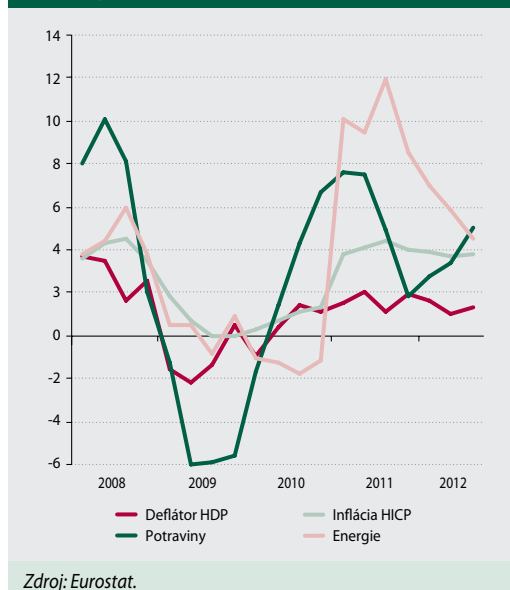
Konsolidácia verejných financií v roku 2012 sa prechodne spomalila.

Deficit rozpočtu verejných financií by mal v roku 2012 dosiahnuť úroveň 4,8 % HDP. Cieľ udržateľným spôsobom znížiť deficit verejných financií pod hranicu 3 % HDP v roku 2013, čím by sa zrušila procedúra nadmerného deficitu voči SR, deklaruje vláda ako naďalej platný. Orientácia

Graf 19 Vývoj reálnych príjmov SR (medziročný rast, %)

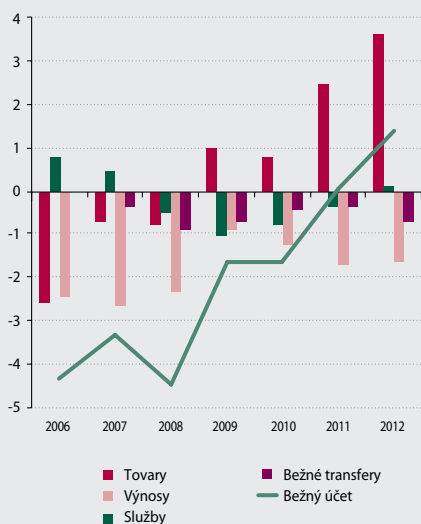


Graf 20 Vývoj inflácie (% medziročná zmena)



¹⁰ Konkurencieschopnosť meraná indexom reálneho efektívneho kurzu (na báze indexu cien priemyselnej výroby).

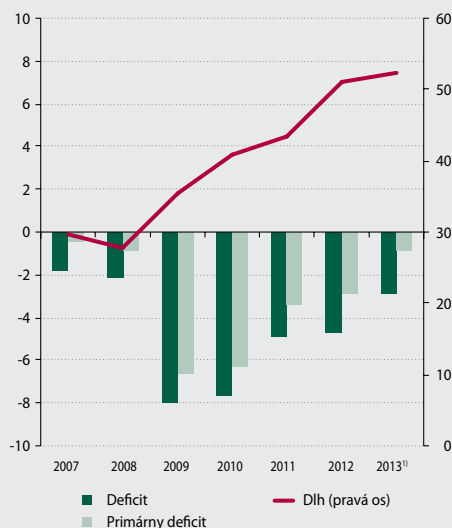
Graf 21 Vývoj položiek bežného účtu (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Poznámka: K júlu 2012, kumulatívne 12-mesačné saldo.

Graf 23 Deficit a dlh verejnej správy (% HDP)



Zdroj: Eurostat, MF SR.

1) Prognóza MF SR.

na príjmové opatrenia je spojená s určitou neistotou naplnenia týchto zámerov v porovnaní s realizáciou úspor na strane výdavkov. Rizikom naplnenia konsolidačných zámerov je nižší rast ekonomiky, ktorý redukuje daňovú základňu, a tak zhoršuje výhľady generovania príjmov ako boli rozpočtované.

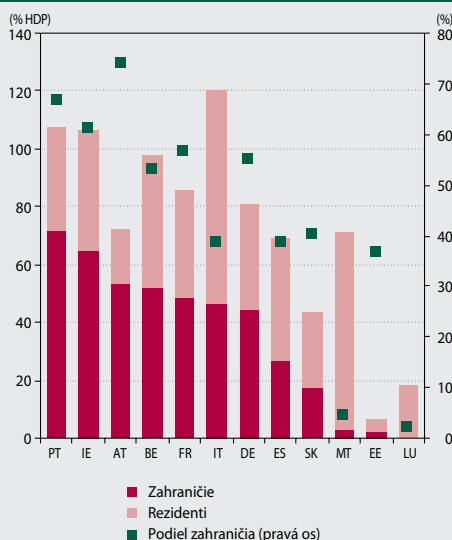
Obavy investorov z ďalšieho nárastu rizika problémov krajín eurozóny zvyšovali ich motiváciu realokovať portfólio. Tento trend znamenal pre krajiny vnímané ako bezpečnejšie mimoriadny pokles výnosov kratších vládnych cenných papierov. SR sa od leta zaradila medzi ekonomiky s priaznivejšími podmienkami financovania.

Graf 22 Medzinárodná investičná pozícia (mld. EUR)



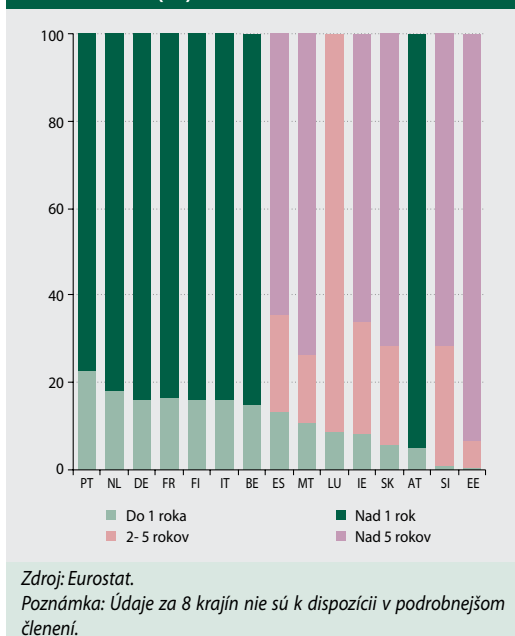
Zdroj: Eurostat.

Graf 24 Štruktúra dlhu podľa veriteľov v roku 2011



Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Údaje za CY, NL, SI nie sú k dispozícii.

Graf 25 Štruktúra dlhu podľa splatnosti v roku 2011 (%)


Pozitívom je, že Slovensko má vcelku priaznivú štruktúru dlhu z hľadiska diverzifikácie medzi domácich a zahraničných veriteľov, ako aj z hľadiska splatnosti dlhu.

Dynamika dlhu v roku 2012 je poznačená nárastom dlhu vplyvom iných faktorov ako vývoj rozpočtu (plnenie záväzkov voči EFSF a emisia dlhu nad rámec potrieb roku 2012), čo zrejme bude znamenať prekonanie prvej sankčnej hranice (50 % HDP) stanovenej dlhovou brzdou podľa zákona o rozpočtovej zodpovednosti.

2.2 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z DOMÁCEHO MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA

Slovenská ekonomika nie je aktuálne vystavená výrazným vnútorným nerovnováham a ako jedna z mála ekonomík eurozóny by si mala udržať rast produkcie (HDP) v tomto aj nasledujúcom

roku. Spomalenie rastu ekonomickej aktivity znamená, že sa zvyšuje pravdepodobnosť, že hlavné zdroje potenciálnych rizík pre finančnú stabilitu v domácom prostredí, identifikované v predchádzajúcich správach, by sa mohli materializovať. Riziká sú spojené najmä s:

- Klesajúcim domácim dopytom a s tým súvisiacim vývojom príjmov ekonomických sektorov.
- Udržaním dôveryhodnosti fiškálnej konsolidácie.

Riziká z domáceho makroekonomického prostredia vzhľadom na zhoršenie výhľadov rastu pretrvávajú.

Závislosť najmä od čistého exportu napomáha tvoriť rastové impulzy, ale nepriaznivý vývoj cenového pomeru medzi vývozom a dovozom neumožňuje zvyšovať kúpnu silu príjmov domácej ekonomiky (hrubý domáci dôchodok) a obmedzuje rast tvorby príjmov domácich ekonomických subjektov (najmä domácností závislých od príjmov z práce), a tak chýba priestor pre udržanie domáceho dopytu.¹¹ V krátkodobom horizonte narastajú riziká negatívneho dopadu vysokej neistoty na investičné a spotrebiteľské rozhodnutia ekonomických sektorov.

Vo fiškálnom sektore boli v roku 2011 dosiahnuté pozitívne výsledky konsolidácie, v ďalšom období sa však konsolidačné úsilie prechodne spomalilo. Vláda však komunikuje odhodlanie konsolidovať v roku 2013 tak, aby deficit verejných financií nepresiahol 3 %-nú úroveň a potrebné zníženie deficitu je pokryté konkrétnymi opatreniami. Očakávaný nižší rast ekonomiky môže komplikovať generovanie daňových príjmov, na ktorých raste je plán konsolidácie do veľkej miery postavený. Potenciálne obmedzovanie možnosti z dlhu „vyrásť“ zvyšuje kulmináciu dlhového pomeru a spomaľuje smerovanie dlhového kritéria k udržateľnej úrovni.

¹¹ Vývoju reálnych dôchodkov v SR sa venuje príloha 2.



VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

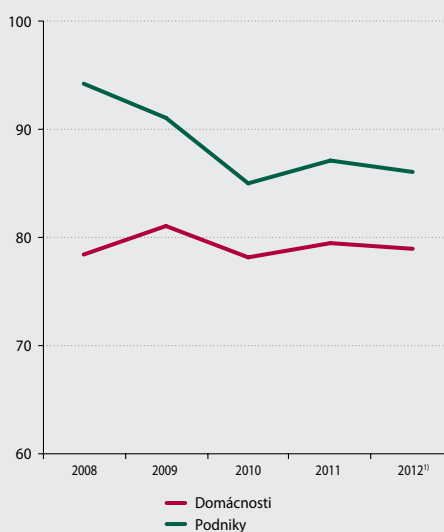
3 VÝVOJ V SEKTOROCH NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Na rozdiel od väčšiny ekonomík eurozóny, kde financovanie domácností a podnikov zdrojmi z bankového sektora klesalo, na Slovensku sa udržal rast úverov, aj keď v nižšej miere ako v predkrízovom období. Podniky aj domácnosti zároveň využívali intenzívnejšie tvorbu úspor z vlastných zdrojov.

Financovanie úvermi naďalej rástlo v prípade domácností. Pri úveroch domácnostiam naďalej prevládajú úvery na bývanie, obnovil sa aj rast spotrebiteľských úverov. Refinancovanie úverov s kratšími fixáciami úrokovej sadzby umožnilo časti dlžníkov využiť výhodnejšie podmienky financovania a nezvyšovať tak náklady na obsluhu dlhu. Financovanie nefinančných spoločností z domáceho bankového sektora sa spomalilo (podrobnejšie v časti 4.1) a rast úverov dosahoval pozitívne prírastky vďaka úverovaniu zo zahraničia a medzi podnikmi navzájom.

Podnikateľská a spotrebiteľská dôvera, po čiastočnom zlepšení v úvode roka, ku koncu sledova-

Graf 27 Miera zadlženia (%)

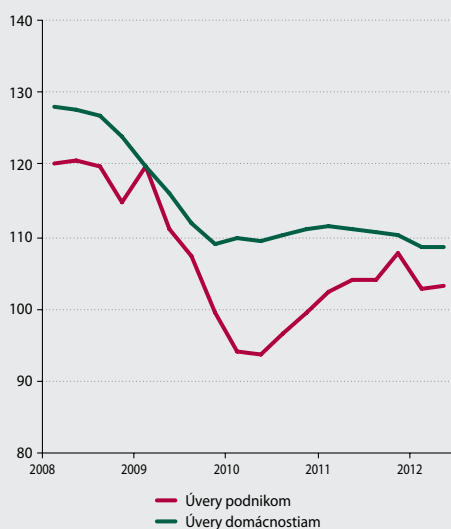


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Domácnosti: pasíva/finančné aktíva, podniky: dlh/pasíva.

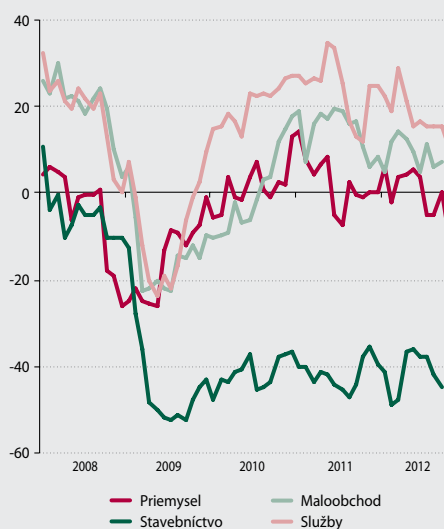
1) Rok 2012 odhad NBS.

Graf 26 Vývoj úverov (index, ROMR = 100)

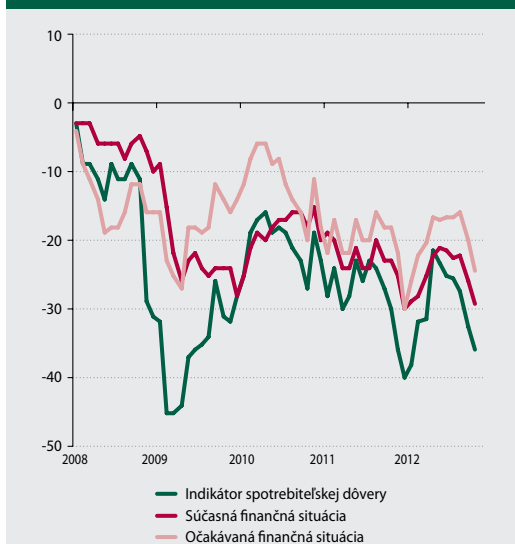


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

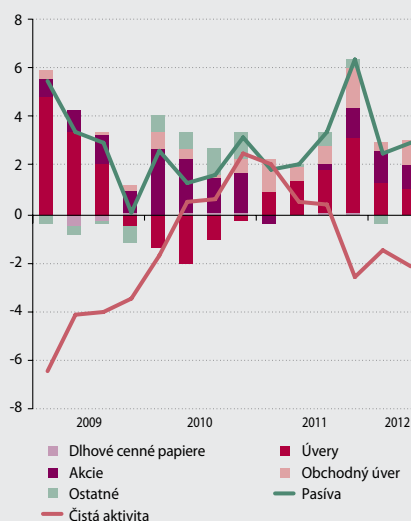
Graf 28 Konjunkturálne indikátory (saldo)



Zdroj: Eurostat.

Graf 29 Spotrebiteľská dôvera (saldo)


Zdroj: Eurostat.

Graf 30 Financovanie podľa nástrojov (mld. EUR)


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

ného obdobia klesala, čo naznačuje rastúce očakávania spomaľovania ekonomiky. Domácnosti na pomalý rast príjmov reagovali kumulovaním úspor vo forme finančných aktív pri obmedzení spotreby a investícií. Rast zisku podnikov sa spomalil, čo znižuje perspektívy zvyšovania investičného dopytu.

rástli najmä úvery zo zahraničia a financovanie medzi podnikmi navzájom.

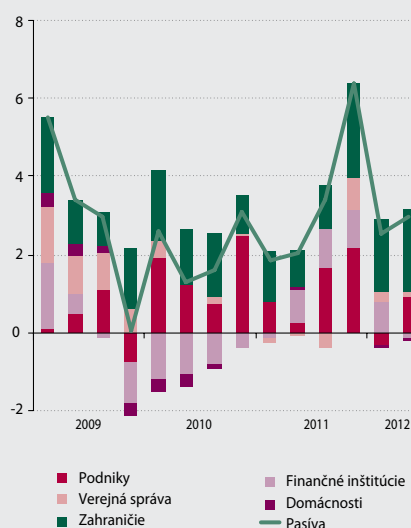
Na strane finančných aktív udržiavali podniky dostatočný objem likvidity (obeživo, vklady, krátkodobý dlh a krátkodobé cenné papiere), ktorá pokrývala objem krátkodobého dlhu (podľa originálnej maturity).

3.1 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH PODNIKOV

Podmienky v sektore nefinančných podnikov boli výrazne rôznorodé. Exportný sektor profitoval z dopytu najmä v rozvíjajúcich sa ekonomikách, kým maloobchod a stavebníctvo sa museli vyrovnávať so slabším domácim dopytom (resp. útlmom aktivity) spojeným s nižšími výdavkami. Rast ziskov podnikov sa v prvom polroku 2012 spomalil. Postoj podnikov k investovaniu a zadlžovaniu sa bol naďalej opatrný.

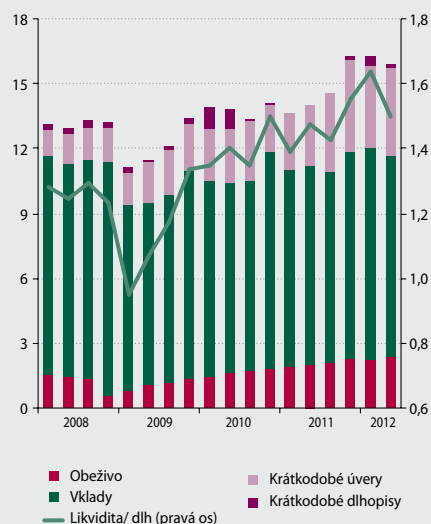
Financovanie externými zdrojmi rástlo.

V prvom polroku 2012 nefinančné podniky opätovne zvyšovali svoje záväzky. V štruktúre financovania rástol význam financovania úvermi a obchodnými úvermi. Mierne sa zvýšila aj emisia akcií. Z hľadiska financovania podľa sektorov

Graf 31 Financovanie podľa sektorov (mld. EUR)


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrťroky.

Graf 32 Likvidné aktíva (mil. EUR)


Zdroj: NBS, Štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Stav. Likvidita – obeživo, vklady, krátkodobé úvery a krátkodobé dlhové cenné papiere.

Trendy vo vývoji štruktúry financovania podnikov ostali zachované. Financovanie medzi podnikmi navzájom vzrástlo, financovanie z domáceho finančného sektora mierne pokleslo. Finančná páka – pomer medzi financovaním dlhovými nástrojmi a majetkovými nástrojmi financovania – sa nemenila.

3.2 VÝVOJ V SEKTORE DOMÁCNOSTÍ

Vývoj finančnej situácie domácností bol poznačený poklesom reálnych príjmov. Sektor domácností pokračoval v konsolidovaní svojej finančnej pozície. Miera úspor sa udržala nad úrovňou dosahovanou v predkrízovom období. Domácnosti naďalej presúvali svoje portfólio do konzervatívnejších aktív, ako sú vklady v bankách. Pomer dlhu voči príjmom na agregátnej úrovni však rástol, vzhľadom na zaostávanie rastu príjmov. Schopnosť domácností obsluhovať dlhy bola pri nepriaznivom vývoji príjmov na druhej strane podporovaná možnosťami znížiť úrokové náklady.

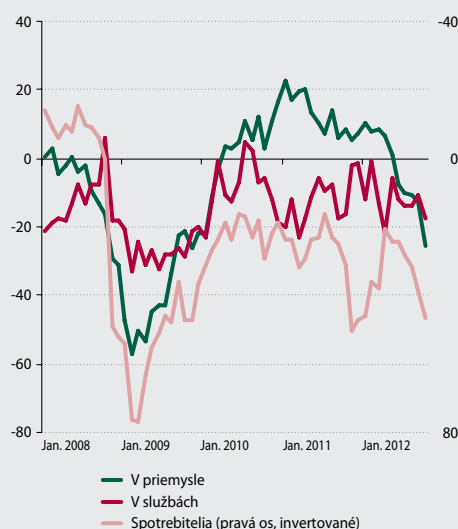
Pokles indikátorov ekonomického sentimentu naznačuje zhoršenie perspektív rastu a naďalej problematickú situáciu na trhu práce.

Aj vzhľadom na oslabenie rastu príjmov a stagnáciu na trhu práce vnímajú domácnosti svoju finančnú situáciu v súčasnosti i jej perspektívy do budúcnosti pomerne pesimisticky. Predstihové indikátory – ako prieskum zámerov podnikov zamestnávať – naznačujú, že v najbližších mesiacoch môže dôjsť skôr k ďalšiemu zhoršeniu (graf 33).

Sektor domácností konsolidoval svoju finančnú pozíciu.

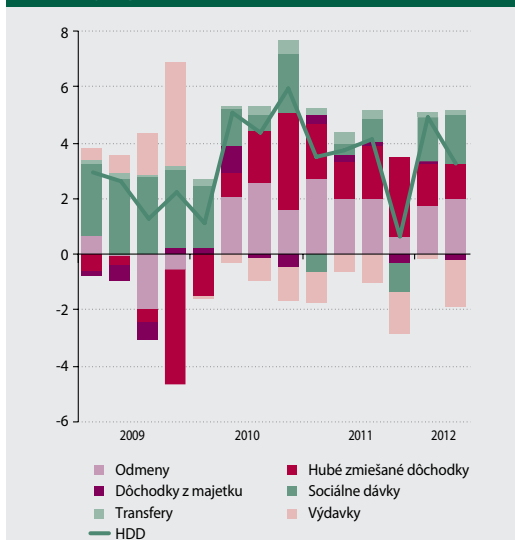
Rast nominálnych príjmov domácností sa spomalil. V reálnom vyjadrení príjmy domácností vzhľadom na vyššiu mieru inflácie poklesli. Pozitívom je, že nateraz sa udržiaval rast príjmov z práce a podnikania, významných pre obsluhu záväzkov domácností. Miera úspor domácností sa udržuje nad úrovňou pred krízy na 12 % hrubého disponibilného dôchodku domácností. Domácnosti k tomuto správaniu motivuje zrejme napätá finančná situácia.

Akumulácia finančných aktív bola na mierne nižšej úrovni ako rast záväzkov domácností, takže čisté finančné aktíva domácností v roku 2012 spomalili svoj nárast. Nižší rast príjmov domácností ako rast záväzkov sa nepriaznivo prejavil

Graf 33 Očakávania vývoja zamestnanosti a nezamestnanosti (saldo)


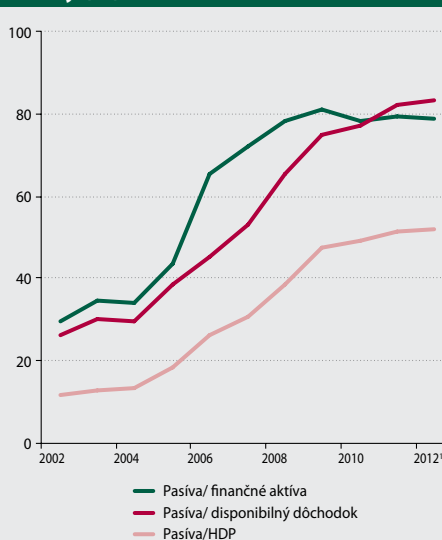
Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Priemysel a služby – očakávania vývoja v nasledujúcich 3 mesiacoch, Spotrebitelia – očakávania vývoja nezamestnanosti v nasledujúcich 12 mesiacoch.

Graf 34 Disponibilný dôchodok (príspevky k rastu, %)


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: HDD – hrubý disponibilný dôchodok.

Graf 36 Schopnosť domácností splácať záväzky (%)


Zdroj: Eurostat.

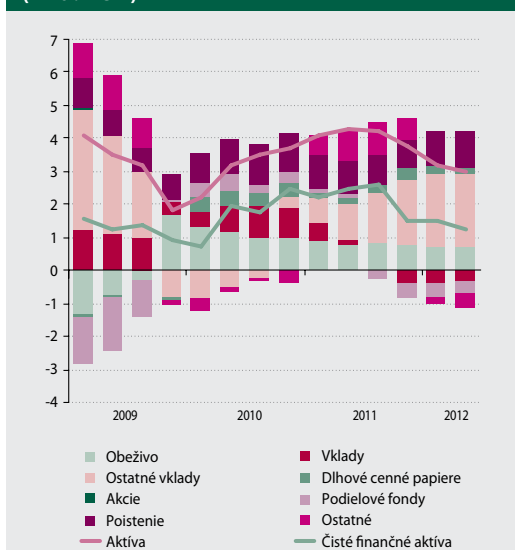
1) Odhad NBS.

na nižšej kapacite domácností obsluhovať dlhy. Schopnosť domácností priebežne splácať dlhy (pasíva) vo vzťahu k disponibilným príjmom bola na agregátnej úrovni naďalej dostatočná. Vyššia tvorba úspor sa však pozitívne prejavuje v stabilizovaní pomeru dlhov (záväzkov) voči aktívam domácností.

3.3 STREDNODOBÉ RIZIKÁ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Strednodobé riziká sú najmä:

- Prostredie nižšej ekonomickej aktivity, kde sa vytrácajú rastové impulzy.
- Nízky rast príjmov domácností, ktorý determinuje pretrvávajúce napätie v rozpočtoch zadlžených domácností, ako aj slabý spotrebiteľský dopyt.

Graf 35 Prírastky aktív domácností (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulované za 4 štvrtroky.

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

Nadálej pretrvávajúce neistoty týkajúce sa dlhodobejšej perspektívy a volatilné prostredie je prekážkou ukotvenia očakávaní, čo bráni podnikom aj domácnostiam v plánovaní dlhodobějších investičných aktivít a brzdí oživenie spotreby. V strednodobom horizonte bude vývoj finančnej situácie podnikov a domácností dotknutý aj zvýšenou fiškálnou záťažou. Rast domácej ekonomiky sa viac premietal do príjmov podnikového sektora, keďže nízky rast pracovných príjmov mohli využívať na tvorbu vlastného rezervného vankúša. Spomalenie rastu produkčného potenciálu ekonomiky môže zvý-



šiť dlhové bremeno podnikov voči očakávaným tržbám. Toto by mohlo nútiť podniky k ďalšiemu znižovaniu dlhu (deleveraging) s dopadom na znižovanie investícií.

Situácia na trhu práce a nepriaznivý vývoj príjmov oslabuje finančnú pozíciu domácností. Udržiavanie rastu úspor domácností tlmí síce spotrebiteľský dopyt, v časoch pomerne veľkej neistoty budúceho vývoja má však takéto správanie sa opodstatnenie a slúži na tvorbu rezervného vanúška, ktorý môže byť nápomocný pri odolávaní

šokom. Kapacita zadlžených domácností obsluhovať dlhy je závislá na udržaní ekonomickej aktivity a generovanej zamestnanosti aspoň na súčasnej úrovni. Úrokové riziko klienta je v prípade úverov na nehnuteľnosti v súčasnosti znižované možnosťou refinancovať úvery novými úvermi s kratšími fixáciami úrokovej sadzby za výhodnejších podmienok financovania. Potenciálne existuje riziko spojené so zmenou trendu vývoja úrokových sadzieb pri naďalej nepriaznivom vývoji príjmov domácností, ktoré by mohlo znamenať opätovné zvyšovanie úrokového rizika.



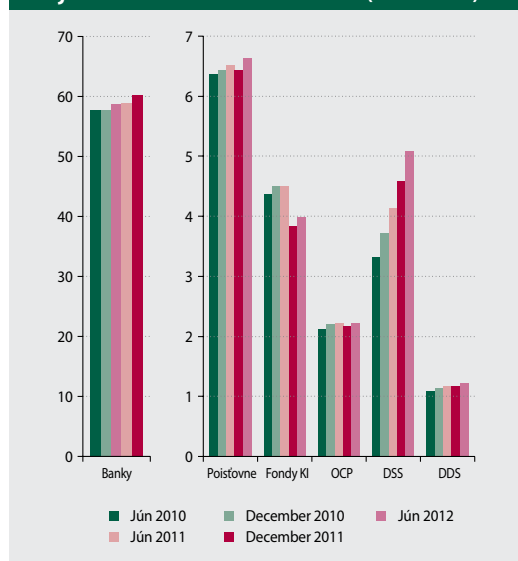
VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

Vplyvom relatívne dobrej odolnosti slovenskej ekonomiky voči nepriaznivému vývoju v exteriornom prostredí a zmiernenia negatívnych efektov dlhovej krízy viaceré sektory finančného trhu zaznamenali v prvom polroku 2012 mierne oživenie aktivity v porovnaní s koncom roka 2011 (graf 37). V ziskovosti finančných inštitúcií v prvom polroku 2012 sa prejavili špecifiká jednotlivých sektorov (graf 38). Pochopiteľne, tvorba zisku vo všetkých sektoroch s výnimkou dôchodkového sporenia aj naďalej zaostávala za úrovňami pred krízy.

Dočasne stabilizovaná situácia v exteriornom prostredí ako aj relatívne priaznivý, no krehký, hospodársky vývoj na Slovensku v prvom polroku 2012 udržiavali indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska (graf 39) na mierne zvýšenej úrovni.¹² Relatívne pokojné obdobie bolo prerušené iba v júni 2012, keď indikátor zaznamenal prudší nárast, ktorý bol v nasledujúcom mesiaci korigovaný. Tento nárast súvisel najmä s poklesom úverovej aktivity bánk (či už voči podnikom, alebo na medzibankovom trhu).

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



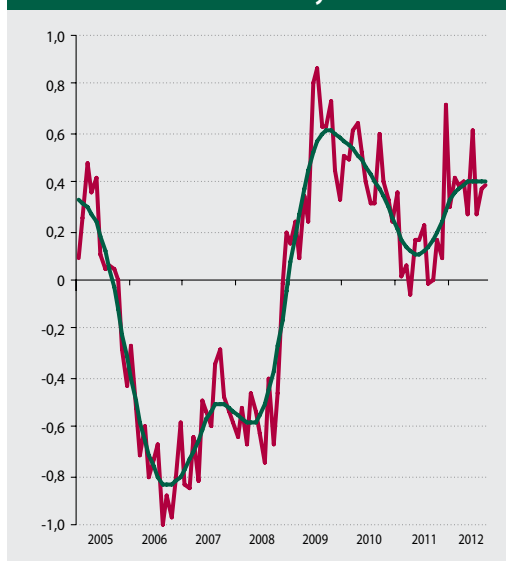
Zdroj: NBS.

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



Zdroj: NBS.

Graf 39 Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska



Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: Posledný dostupný údaj je zo septembra 2012.

¹² Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme znázorňuje do akej miery sa v systéme prejavujú nahromadené nerovnováhy. Indikátor bol predstavený v prílohe Správy o finančnej stabilite za 1. polrok 2011.

4.1 BANKOVÝ SEKTOR

Celková úverová aktivita bánk slabla. Pokles objemu úverov podnikom a spomalenie tempa rastu úverov domácnostiam, najmä úverov na bývanie, viedli k medziročnému spomaleniu rastu aktív bankového sektora v prvom polroku 2012. Pokles objemu zahraničných dlhopisov bol vykompenzovaný nárastom investícií do slovenských štátnych dlhopisov a pokladničných poukážok. Rentabilita vlastných zdrojov v bankovom sektore medziročne výrazne poklesla kvôli vysokému zisku v roku 2011 a značnému nárastu vlastných zdrojov v prvom polroku 2012. Na zisk bánk v prvom polroku 2012 prvýkrát negatívne vplýval bankový odvod, ktorý tvoril približne 12 % z celkového zisku bánk pred zdanením. Banky tiež okrem spomaľovania úverovania počítali aj stále silnú konkurenciu na trhu úverov a vkladov, ktorá tlačí na úrokové marže bánk. V priebehu prvého polroka 2012 výrazne stúpila primeranosť celkových vlastných zdrojov, ako aj primeranosť základných vlastných zdrojov.

4.1.1 FINANČNÁ POZÍCIA BANKOVÉHO SEKTORA

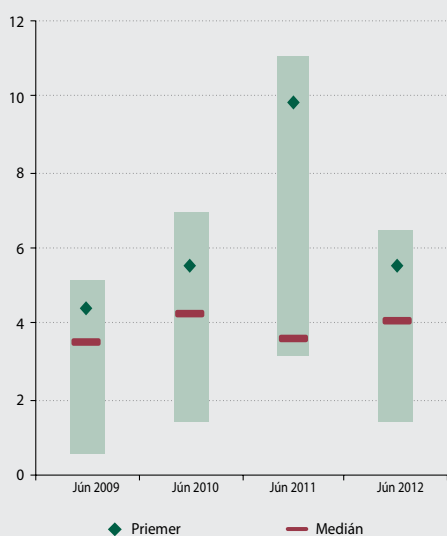
Ziskovosť bankového sektora v prvom polroku 2012 medziročne výrazne klesla. Jej vývoj negatívne ovplyvnil najmä pokles neúrokových príjmov, pokles akciových a podielových výnosov,

rast nákladov súvisiaci s bankovým odvodom a rast nákladov na kreditné riziko.

Bankový sektor dosiahol za prvý polrok 2012 čistý zisk 275,5 mil. €, čo predstavuje jeho medziročný pokles o takmer 40 %. Výraznejší pokles ROE zaznamenali najmä veľké banky, čo sa prejavilo aj na poklese váženého priemeru za celý sektor (graf 40). Pokles ziskovosti ťahali najmä neúrokové príjmy, ktoré sa medziročne znížili o takmer 150 mil. € (graf 41). Pokles akciových a podielových výnosov bol daný ich výraznejším jednorazovým rastom v roku 2011 v prípade vybraných bánk. Bankový odvod za prvý polrok 2012 tvoril približne 12 % zo zisku sektora pred zdanením, no dopad na jednotlivé banky sa líšil. V prvom polroku 2012 bankový sektor zaznamenal aj nárast nákladov na kreditné riziko. Významnejšie stúpol objem úverov s omeškaním do 90 dní. V prvých šiestich mesiacoch roka 2012 dominovala tvorba opravných položiek na úvery obyvateľstvu.

Sektor zaznamenal prvýkrát medziročný pokles úrokových príjmov, čo by v prípade dlhodobiejšieho zachovania takéhoto vývoja mohlo byť problémom z hľadiska zachovania finančnej stability. Ďalším faktorom poklesu ziskovosti sú externé vplyvy v podobe dodatočných odvodov a daní pre bankový sektor.

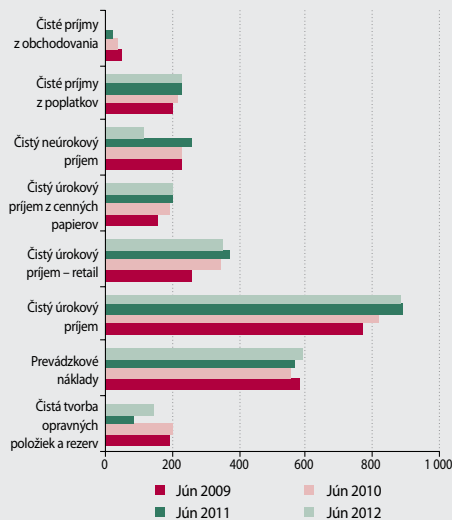
Graf 40 Rozloženie ROE v bankovom sektore (%)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Stĺpce znázorňujú medzikvartilové rozpätie hodnôt ROE za jednotlivé banky okrem pobočiek zahraničných bánk.

Graf 41 Hlavné položky ziskovosti (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

13 V predkrízovom roku 2008 medziročne stúpili o takmer 16 %, v roku 2010 a 2011 približne o 8 %. Výnimkou bol len rok 2009, keď priemerný rast bol na úrovni 2 %.

Vzhľadom na ich objem má podstatný vplyv na celkovú ziskovosť bankového sektora vývoj čistých úrokových príjmov. Čisté úrokové príjmy zaznamenávali v minulosti pomerne stabilnú rast.¹³ V prvom polroku 2012 však čisté úrokové príjmy medziročne poklesli. Medziročný pokles úrokových príjmov zaznamenali takmer všetky banky, ktoré sú aktívne v sektore obyvateľstva. Na strane výnosov malo negatívny dopad pokračujúce spomaľovanie úverovania domácností a pokles úrokových sadzieb na nové úvery. To sa prejavilo na medziročnom poklese výnosovosti úverov. Naopak, objem vkladov pokračoval v raste, pričom rástlo aj ich úročenie. Banky tak už niekoľko rokov po sebe zaznamenávajú nárast nákladovosti zdrojov. Celkovo tak úroková marža bánk v sektore domácností, aj vplyvom úrokovej konkurencie medzi bankami, poklesla. Spomaľovanie úverovania a pokles úrokovej marže pritom nemusí mať len cyklický charakter.

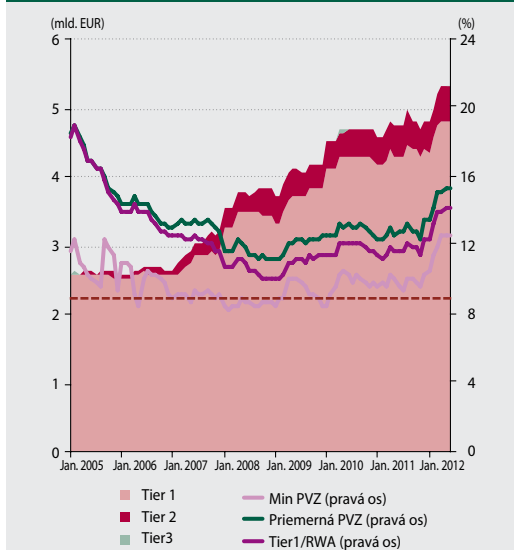
Pokles ziskovosti sektora je nepriaznivým faktorom z hľadiska zachovania finančnej stability, čo dokumentujú aj výsledky stresového testovania (časť 4.3). Slabšia ziskovosť znižuje schopnosť bánk čeliť stratám prostredníctvom tvorby kapitálového vankúša z čistého zisku. Ďalším faktorom klesajúcej ziskovosti bánk, okrem vyššie spomínaného poklesu marží, sú

mimoriadne odvody a dane (napr. chystaná daň z finančných operácií). Ide pritom o faktory, ktoré individuálne banky nemôžu príliš ovplyvniť.

Bankový sektor v prvom polroku 2012 výrazne zvýšil primeranosť vlastných zdrojov a základných vlastných zdrojov. Finančná páka sektora tiež indikuje jeho robustnosť.

Hodnota primeranosti vlastných zdrojov¹⁴ v priebehu prvého polroka 2012 vzrástla z 13,3 % k decembru 2011 na 15,3 % (graf 42). Podobne výrazne sa zvýšila aj priemerná hodnota ukazovateľa primeranosti základných vlastných zdrojov (Tier 1 ratio), a to z 12,3 % na 14,1 %. Uvedený výrazný nárast oboch ukazovateľov bol ovplyvnený najmä nárastom celkových vlastných zdrojov v bankovom sektore, ako aj poklesom požiadavky na vlastné zdroje. Nárast objemu vlastných zdrojov súvisel predovšetkým s nárastom Tier 1 kapitálu v položke nerozdelený zisk z minulých rokov, kde si banky ponechali celkovo 46 % zo zisku bankového sektora vytvoreného v roku 2011. Pokles rizikovo vážených aktív, a teda pokles požiadavky na vlastné zdroje, o 2,4 % bol spôsobený najmä poklesom požiadavky na kreditné riziko. Ukazovateľ finančnej páky sektora vykazuje priaznivé hodnoty (graf 43).

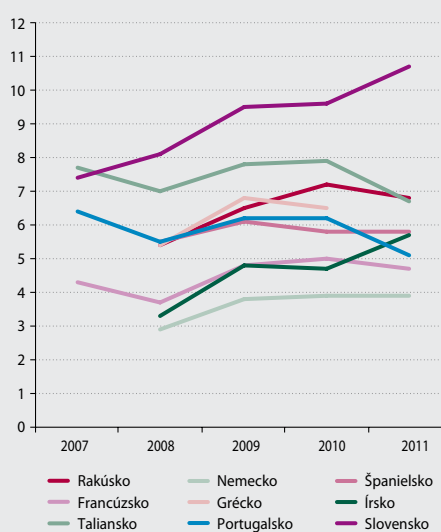
Graf 42 Kapitálová pozícia bankového sektora



Zdroj: NBS.

Poznámky: Prerušovaná čiara zobrazuje regulátorom odporúčanú minimálnu úroveň primeranosti vlastných zdrojov (PVZ) na úrovni 9 %. RWA = rizikovo vážené aktíva.

Graf 43 Vlastné zdroje (% z aktív)



Zdroj: ECB.

14 Priemer za bankový sektor vážený objemom rizikovo vážených aktív.

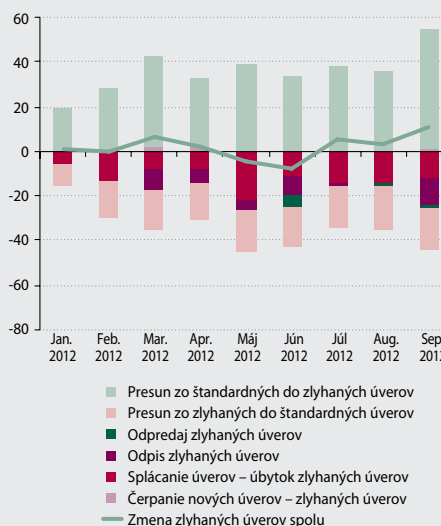
4.1.2 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE

- Zhoršujúca sa schopnosť bánk generovať zisk predstavuje potenciálne riziko pre finančnú stabilitu. Pokles zisku môže mať skôr štrukturálny než dočasný charakter (časť 4.1.1).
- Kreditné riziko domácností zmierňuje najmä obdobie nízkych úrokových sadzieb. Na rast rizika tlačí trendovo rastúci podiel vyšších a stredných príjmových skupín v štruktúre nezamestnaných a zosťrená konkurencia medzi bankami.
- Pretrváva stabilná kvalita podnikových úverov. Problematické z hľadiska zlyhaných úverov sú vybrané odvetvia s domácou orientáciou, no zvýšené kreditné riziká do budúcnosti súvisia aj so slabším externým prostredím.
- Napriek čiastočnému upokojeniu situácie na finančných trhoch v eurozóne pretrváva zvýšené riziko negatívneho dopadu trhového preceňovania dlhových cenných papierov (najmä slovenských) na ziskovosť a kapitálovú primeranosť bánk.

Bankový sektor zaznamenal v prvom polroku 2012 zlepšenie kvality portfólia úverov domácností. Tie ťažili najmä z obdobia nízkych úrokových sadzieb. Priaznivým faktorom bol aj relatívne stabilný vývoj na trhu práce. Naopak, nepriaznivo na kreditné riziko pôsobí rastúci podiel vyšších a stredných príjmových skupín v štruktúre nezamestnaných a konkurenčný tlak vybraných bánk.

Podiely zlyhaných úverov domácnostiam prestali klesať v druhom polroku 2011, čím sa narušil pozitívny trend pôsobiaci od začiatku roka 2011. V prvom polroku 2012 však podiely zlyhaných úverov na celkových úveroch domácnostiam opäť klesali. Celkový podiel zlyhaných úverov bol na konci prvého polroka 2012 na úrovni 4,25 % (4,63 % v decembri 2011). Zlepšenie sa prejavilo v takmer všetkých bankách a pri väčšine typov úverov. Poklesol aj objem zlyhaných úverov, pričom tento pokles sa dosiahol najmä splatením zlyhaných úverov a ich zlepšenou kvalitou, t. j. presunom zo zlyhaných úverov do štandardne splácaných (graf 44). Hodnotenie disciplíny domácností pri splácaní úverov bankám zhoršuje

Graf 44 Štruktúra zmien objemu zlyhaných úverov domácnostiam (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

len rastúci podiel úverov s omeškaním do 90 dní. Podiel týchto úverov stúpol na 5,6 % z objemu úverov, čo je však stále na úrovni dlhodobejšieho priemeru.

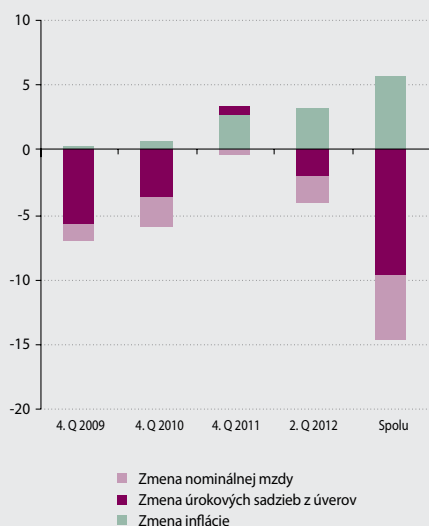
Pokračujúci pokles úrokových sadzieb mal pozitívny vplyv na úverové zaťaženie tých domácností, ktoré si úver refixovali alebo refinancovali. K poklesu úverového zaťaženia domácností v prvom polroku 2012 prispel aj rast nominálnych miezd zamestnancov. Negatívny vplyv mala naďalej zvýšená inflácia. Celkovo sa tak v prvom polroku 2012 zaťaženie príjmov domácností úverovými splátkami v priemere nezvyšovalo (graf 45).

V prvom polroku 2012 nezamestnanosť mierne poklesla a pokračoval trend stagnácie zamestnanosti z konca roka 2011. Vývoj na trhu práce tak nepriniesol z pohľadu kreditného rizika domácností výrazné zmeny. Z pohľadu kreditného rizika domácností v dlhodobom horizonte je nepriaznivým faktorom, že rastie podiel vyšších a stredných príjmových kategórií na celkovom počte evidovaných nezamestnaných.¹⁵ Práve tieto skupiny obyvateľstva sa totiž rozhodujúcou mierou podieľajú na úveroch od bánk.¹⁶

Zosťrená konkurencia zo strany niektorých bánk pri úverovaní domácností môže prispieť k vyššiemu kreditnému riziku v celom sektore.

¹⁵ Na začiatku roka 2009 bol ich podiel na úrovni 40 %, no v súčasnosti už presahuje 50 %.

¹⁶ Faktory ovplyvňujúce kreditné riziko domácností sú detailnejšie analyzované v časti 3.2.

Graf 45 Zmeny v úverovom zaťažení


Zdroj: NBS.

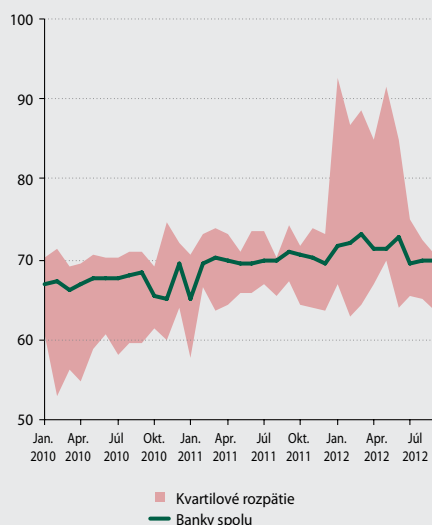
Poznámky: Údaje vyjadrujú samostatný vplyv jednotlivých položiek na zmenu ukazovateľa úverového zaťaženia (podiel splátok úveru na disponibilnom príjme) oproti jeho hodnote v roku 2008. Do výpočtu ukazovateľa sa bral priemerný úver poskytnutý v roku 2008 s ročnou fixáciou úrokového sadzby. Rast inflácie zvyšuje náklady na živobytie a tým ukrajuje z príjmu, ktorý sa vynakladá na splátky úveru.

Priemerná výška úveru k hodnote jeho zabezpečenia (LTV – *loan-to-value*) pre nové úvery na bývanie v bankovom sektore v priebehu prvého

polroka 2012 mierne stúpila pod vplyvom jej výraznejšieho rastu vo vybraných bankách (graf 46). Banky sa týmto spôsobom vystavujú vyššiemu kreditnému riziku, pretože v prípade zlyhania úverov utrpia vyššie straty z dôvodu nižšieho pokrytia nesplateného istiny úveru zabezpečením. Vyššie LTV je jedným z nástrojov konkurenčného boja, ktorý síce zlepšuje podmienky pre klientov, no v kontexte pokračujúceho poklesu cien rezidenčných nehnuteľností a celkovo vysokej makroekonomickej neistoty nie je prínosom pre stabilitu sektora ako celku. Pozitívne hodnotíme korekciu vo vysokých hodnotách LTV vybraných bánk počas tretieho štvrťroka 2012.

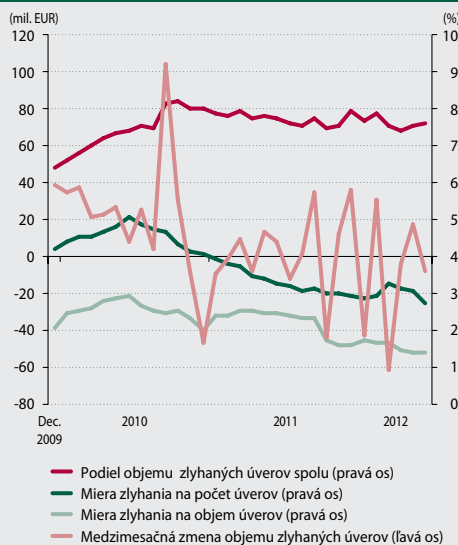
Podiel zlyhaných úverov podnikom bol stabilný. Priaznivo na kvalitu portfólia úverov podnikom pôsobili pozitívne trendy v sektore. Perspektíva týchto trendov je však neistá vzhľadom na zhoršujúcu sa situáciu v exteriore prostredí.

Pozitívom pre stabilitu bankového sektora je relatívne stabilný vývoj zlyhaných úverov podnikom. Platí to nielen pre podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch, ale aj pre ich absolútny objem (graf 47). Veľké medzimesačné poklesy objemov zlyhaných úverov v poslednom ob-

Graf 46 Pomer objemu nových úverov na bývanie k hodnote ich zabezpečenia (loan-to-value)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaj za bankový sektor vyjadruje priemer vážený aktivitami všetkých bánk.

Graf 47 Zlyhané úvery podnikom a miery zlyhania


Zdroj: NBS.

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



dobí sú výsledkom aktívneho čistenia portfólií. Čistenie portfólií (cez odpisy pohľadávok) sa týkalo prakticky všetkých segmentov s výnimkou komerčných nehnuteľností a hotelov, kde objem zlyhaných úverov aj naďalej plynule rástol. Klesajúce miery zlyhania, ktoré tiež indikujú priaznivú situáciu v kvalite úverov podnikom, môžu súvisieť s klesajúcim zadlžením podnikovej sféry a klesajúcimi úrokovými sadzbami na úvery.

Kvalita podnikového úverového portfólia by sa však v ďalšom období mohla zhoršiť. Neistota týkajúca sa ďalšieho makroekonomického vývoja viedla v prvom polroku 2012 väčšinu bánk k sprísneniu úverových štandardov.¹⁷ Prejavilo sa to predovšetkým na náraste úrokových marží počas celého uvedeného obdobia. Dialo sa tak napriek priaznivému výsledku zahraničného obchodu, kontinuálnemu rastu celkových tržieb podnikového sektora, ako aj nárastu nových objednávok v priemysle, v ktorom navyše rástla aj produktivita práce.¹⁸ Vysvetlením, okrem rastúcej neistoty v súvislosti s ďalším vývojom, je aj asymetria medzi koncentráciou v podnikovom sektore z hľadiska výkonnosti a mierou, ako sa domáce banky podieľajú na financovaní najvýkonnejších podnikov. K vyššie uvedenému relatívne priaznivému výkonu reálnej ekonomiky

vo veľkej miere prispel domáci automobilový priemysel. Bankový sektor však financuje tento segment len v minimálnej miere a jeho dobré výsledky nemusia mať vplyv na podniky, ktoré sú klientmi domácich bánk.

Napriek čiastočnému poklesu výrazného napätia na finančných trhoch zostáva riziko nárastu kreditných prírážok najvýznamnejším trhovým rizikom pre bankový sektor. Rástlo úrokové riziko v bankovej knihe.

Aj keď po značne turbulentnom vývoji na dlhopisových trhoch eurozóny na jeseň 2011 došlo v prvom polroku 2012 k ich čiastočnej a v ďalšom období k ešte výraznejšej stabilizácii, najmä vďaka viacerým opatreniam ECB, riziko nárastu kreditných prírážok na štátne dlhopisy krajín nie je definitívne zažehnané. Dôvodom je, že opatrenia ECB nie sú postačujúce pre ukončenie finančnej krízy v eurozóne (bližšie v prílohe 1). Celková priama expozícia bankového sektora voči rizikovejším krajinám EÚ v portfóliu cenných papierov (vrátane cenných papierov v portfóliu finančných nástrojov držaných do splatnosti) je relatívne nízka (menej ako 1,5 % aktív) a počas prvého polroka 2012 dokonca klesla najmä v dôsledku reštrukturalizácie gréckeho dlhu (tabuľka 3). Rizikom je však vyššia

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

		Grécko	Maďarsko	Írsko	Taliansko	Španielsko	Portugalsko	Slovinsko
Banky	VI.11	0,9	0,6	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
	VI.12	0,1	0,7	0,3	0,2	0,0		0,1
Fondy DDS	VI.11	0,1	0,6	0,2	0,9	1,0		2,7
	VI.12	0,0	0,6	0,2	1,1	0,8		2,1
Fondy DSS	VI.11		0,9	0,1	0,1	0,9		1,9
	VI.12			0,1	0,6	1,4		2,9
Podielové fondy	VI.11	0,1	1,5	0,3	0,4	0,1	0,0	1,5
	VI.12		1,5	0,1	0,5	0,1	0,0	1,3
Poistovne	VI.11	0,1	0,2	0,2	2,5		0,1	0,6
	VI.12		0,2	0,2	2,3	0,0		0,6
Unit-linked	VI.11			0,3				
	VI.12		0,1	0,3				

Zdroj: NBS.

Poznámka: Podiel dlhových cenných papierov emitovaných príslušným štátom alebo inštitúciami so sídlom v tomto štáte na celkových aktívach, resp. NAV. Prázdne bunky v tabuľke znamenajú, že príslušné hodnoty sú nulové alebo zanedbateľné. Hodnota 0,0 znamená, že daná hodnota nie je nulová, ale je zanedbateľná (menšia ako 0,05). Medzi rizikové krajiny zaraďujeme ešte Cyprus, kde hodnota vystavenia bankového sektora je 0,1 % aktív a ostatných sektorov nulová.

¹⁷ Slovenské banky vykázali v 3. štvrtroku 2012 menej prísne úverové štandardy na úvery podnikom než v 2. štvrtroku 2012.

¹⁸ Faktory ovplyvňujúce kreditné riziko podnikov sú detailnejšie analyzované v časti 3.1.

koncentrácia týchto expozícií v individuálnych inštitúciách.

Bankový sektor je vystavený najmä slovenským dlhopisom. Riziko strát z ich precenenia je však obmedzené tým, že tieto dlhopisy banky držia hlavne v portfóliu do splatnosti. Ak by však nastala potreba likvidácie týchto portfólií, banky by mohli čeliť potenciálne významným stratám.

Portfólio dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu proti zisku a strate k 30. júnu 2012 predstavovalo 2,6 % aktív bankového sektora. Slovenské dlhové cenné papiere (najmä štátne dlhopisy a hypotekárne záložné listy emitované slovenskými bankami) tvorili približne 90 % tohto portfólia.

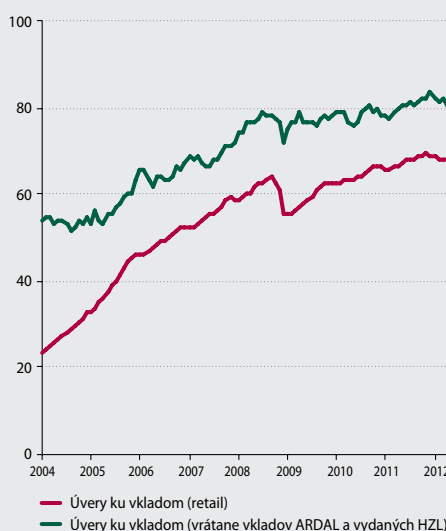
Banky preceňujú na reálnu hodnotu aj dlhopisy v portfóliu finančných nástrojov na predaj. Aj toto portfólio je na úrovni bankového sektora tvorené predovšetkým slovenskými dlhopismi s podielom až 87 %. V niektorých bankách sú však v portfóliu na predaj aj cenné papiere rizikových krajín. Prípadné negatívne precenenie v tomto portfóliu však neovplyvňuje ziskovosť bánk, ale znižuje ich kapitál, a tým aj ukazovateľ primeranosti vlastných zdrojov.¹⁹ Portfólio na predaj tvorilo ku koncu júna 2012 až 8 % bilančnej sumy. Priemerná dĺžka tohto portfólia sa výraznejšie nemení a ku koncu júna bola 2,5 roka. Znamená to, že pri paralelnom náraste kreditných spreadov alebo úrokových sadzieb o 100 bázických bodov by hodnota tohto portfólia klesla o 2,5 %, čo by spôsobilo pokles ukazovateľa primeranosti vlastných zdrojov približne o 0,4 percentuálneho bodu.

Všeobecné úrokové riziko, ktorému sú banky vystavené najmä v bankovej knihe, sa aj v dôsledku rastúcej dĺžky počas prvého polroka 2012 zvýšilo.

Hoci veľká časť portfólií cenných papierov (najmä slovenských štátnych dlhopisov) sa pod vplyvom účtovných pravidiel na reálnu hodnotu nepreceňuje, banky by nemuseli byť imúnne voči rastu výnosov v prípade, že nastane potreba predávať tieto dlhopisy (napr. za účelom získania likvidity).

Dlhodobá likvidita sektora je naďalej priaznivá. Bankový sektor na Slovensku sa vyznačuje

Graf 48 Ukazovatele dlhodobej likvidity bankového sektora (%)



Zdroj: NBS.

stabilným zložením pasív, priaznivým z hľadiska jeho likvidity. Ukazovateľ likvidných aktív sa mierne zlepšil.²⁰

Ukazovateľ úvery ku vkladom²¹ zaznamenal v prvom polroku 2012 stabilný vývoj (graf 48). Dôvodom bola predovšetkým kombinácia robustného nárastu vkladov domácností a pokračujúce spomaľovanie úverov podnikom, ku ktorým sa v tomto období pridali aj úvery domácnostiam.

V porovnaní s ostatnými štátmi eurozóny má slovenský bankový sektor veľmi stabilné zloženie pasív z hľadiska likvidity. Podiel vkladov domácností na celkových pasívach dosiahol v júni 2012 takmer 43 %. Podiel primárnych vkladov na celkových pasívach je na Slovensku najvyšší, zatiaľ čo závislosť na zahraničných a medzibankových zdrojoch je najnižšia.

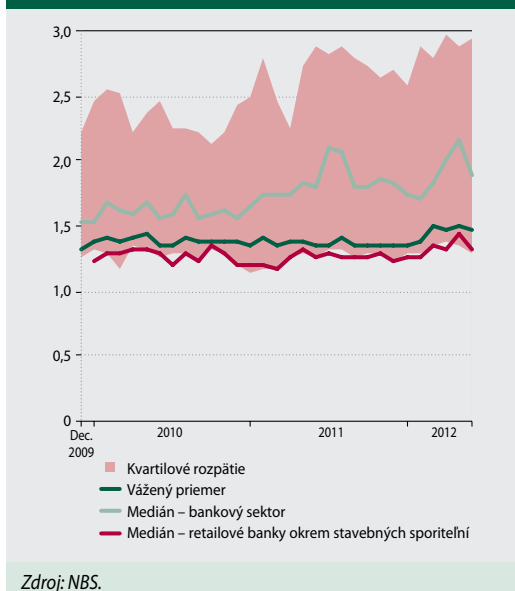
Ukazovateľ likvidných aktív,²² ktorý indikuje riziko likvidity v horizonte jedného mesiaca, sa v prvom polroku 2012 mierne zlepšil. Dôvodom bola kombinácia nárastu likvidných aktív a poklesu volatilných pasív od marca 2012. Z hľadiska hodnoty tohto ukazovateľa pokračoval v bankách zameraných na sektor domácností trend relatívne nižších hodnôt (graf 49).

¹⁹ Toto zníženie vlastných zdrojov je dôsledkom zavedenia novej odpočítateľnej položky od 31. mája 2011.

²⁰ Príloha 3 analyzuje determinanty krátkodobej likvidity (do 7 dní) bankového sektora.

²¹ Ukazovateľ úvery ku vkladom je indikátorom dlhodobej likvidity a je definovaný ako podiel úverov klientom ku vkladom klientov po zohľadnení povinnosti emitovať HZL. Hodnota ukazovateľa menej ako 1 vypovedá o dobrej dlhodobej likvidite a sebestačnosti bankového sektora, pričom jeho nárast naznačuje oslabovanie tejto pozície.

²² Ukazovateľ likvidných aktív je definovaný ako podiel likvidných aktív voči volatilným pasívam v horizonte jedného mesiaca. Jeho úroveň by nemala klesnúť pod 1.

Graf 49 Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora


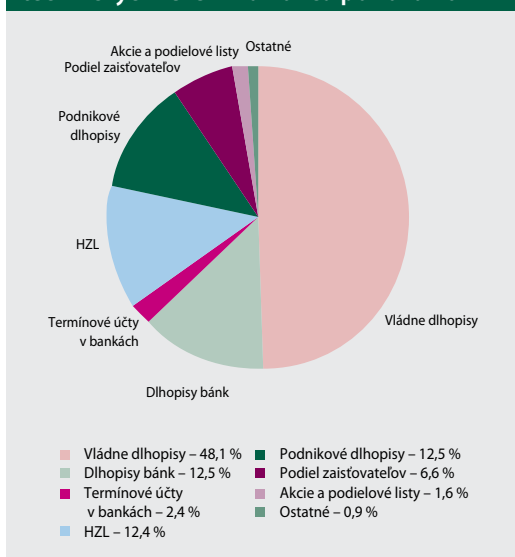
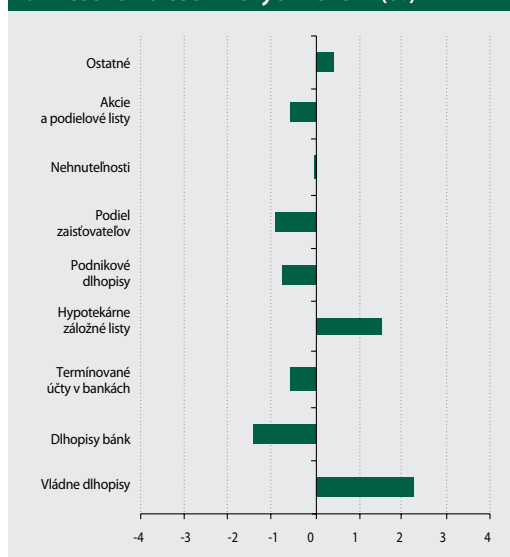
4.2 VÝVOJ A RIZIKÁ V OSTATNÝCH SEKTOROCH FINANČNÉHO TRHU

Priaznivé výsledky sektora poisťovní podporujú jeho odolnosť voči rizikám. Poisťovne sú vystavené najmä riziku nárastu kreditných prírážok. Pretrváva aj riziko spojené s dlhodobými nízkymi úrokovými sadzbami.

Z dôvodu rekordne vysokého zisku v roku 2011 bol zisk poisťného sektora v prvom polroku 2012 medziročne o 15 % nižší. Išlo teda o stále dobrý výsledok. Zisk sektora ťahal najmä finančný výsledok. Ku koncu roka 2011 splnili všetky poisťovne podmienku, aby ich skutočná miera solventnosti (vlastné zdroje) bola vyššia ako požadovaná miera solventnosti.²³ Skutočná miera solventnosti poklesla medziročne o 1,8 %, požadovaná miera solventnosti sa menila iba minimálne, a teda marža solventnosti mierne klesla na hodnotu 3,49.

Celkové technické rezervy poisťovní ku koncu polroka 2012 opäť vzrástli a dosiahli 4,75 mld. € vďaka rastu rezerv v životnom poistení. Aktíva pokrývali technické rezervy okrem rezervy na záväzky z finančného umiestnenia v mene poisťovaných na 116 %. V štruktúre umiestnenia rezerv, ktorá bola naďalej konzervatívna, nenastali výrazné zmeny. Podiel štátnych dlhopisov vzrástol k 50 %. Vzrástli aj hypotekárne záložné listy, naopak klesali najmä dlhopisy bánk (grafy 50 a 51).

Vzhľadom na nízky podiel akcií, podielových listov a devízovej pozície na aktívach sú aktíva poisťovní z trhových rizík vystavené najmä úrokovému riziku (tabuľka 4). Toto riziko je zvýraznené vysokou dĺžkou portfólia dlhopisov, aj vysokým podielom dlhopisov v portfóliách

Graf 50 Štruktúra umiestnenia prostriedkov technických rezerv ku koncu polroka 2012

Graf 51 Medziročná zmena v štruktúre umiestnenia technických rezerv (%)


²³ Poisťovne vykazujú solventnosť Národnej banky Slovenska jedenkrát ročne, ku koncu roka. Hodnotenie solventnosti je preto z auditovaných údajov k 31. 12. 2011.

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

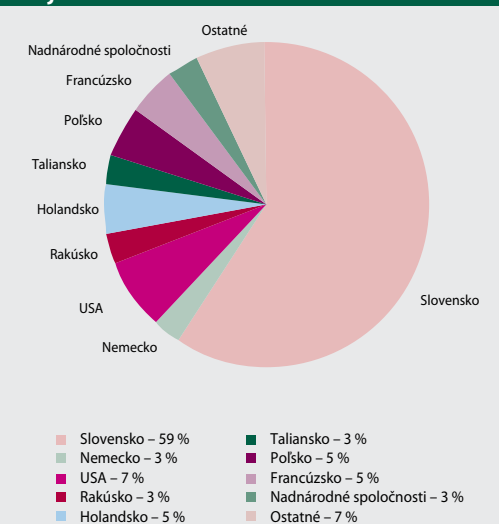
		Banky	Poistovne	Fondy DSS	Fondy DDS	Podielové fondy	Unit-linked aktíva
Akcie a podielové listy	VI.11	0,3	2,6	0,0	22,1	19,3	82,0
	VI.12	0,4	2,7	1,0	17,6	17,1	77,3
Devízové pozície	VI.11	0,2	2,2	0,1	10,1	12,5	21,1
	VI.12	1,4	1,0	0,0	12,2	11,7	12,2
Dlhové cenné papiere	VI.11	25,2	69,8	70,1	58,0	46,3	17,1
	VI.12	24,8	72,6	69,0	64,8	36,6	19,7
Durácia dlhových cenných papierov	VI.11	3,3	6,0	0,4	2,6	1,3	5,0
	VI.12	3,2	6,3	1,0	3,1	1,7	4,7
Durácia celého portfólia	VI.11	1,0	5,6	0,4	1,5	0,6	0,9
	VI.12	1,1	5,7	0,8	1,9	0,8	0,9
Zostatková splatnosť dlhových cenných papierov	VI.11	4,3	8,0	1,1	4,1	2,2	5,3
	VI.12	4,1	8,0	1,6	4,0	2,3	5,1

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. Devízové pozície boli vypočítané ako súčet absolútnych hodnôt pozícií za jednotlivé inštitúcie. Akciové pozície nezahŕňajú majetkové podiely v dcérskych a pridružených spoločnostiach.

preceňovaných na reálnu hodnotu, ktorý stúpol k 30. júnu 2012 až na 66 %.²⁴ Úrokové riziko sa môže prejaviť buď zmenou bezrizikovej úrokovvej miery (tzv. všeobecné úrokové riziko) alebo nárastom kreditných prírážok. V prípade nárastu bezrizikovej úrokovvej miery je negatívny dopad na ocenenie aktív do istej miery kompenzovaný znížením hodnoty rezerv, keďže pri výpočte jej hodnoty sa ako diskontná sadzba používa bezriziková úroková miera. Na druhej strane, pri poklese hodnoty dlhopisov daným nárastom kreditných prírážok ich emitentov táto kompenzácia nenastáva. Z hľadiska rizikovejších krajín sú poisťovne vystavené najmä voči Taliansku. Najväčší dopad by malo zvýšenie kreditných prírážok na slovenské štátne dlhopisy, ktoré tvoria 59 % portfólia (graf 52).

Riziko nízkych úrokových sadzieb sa najviac prejavuje v sektore poisťovníctva, kde poisťovne majú vo svojich poisťných kmeňoch životného poistenia zmluvy s garantovaným výnosom. V prostredí nízkych úrokových sadzieb môže byť pre poisťovne ťažké dosahovať garantovaný výnos, čo môže viesť k zvýšenému podstupovaniu rizík v investičnom portfóliu. Priemerný výnos z aktív kryjúcich technické rezervy bol v roku 2011 mierne nižší (3,84 %) ako priemerná garantovaná sadzba (3,86 % p. a.). Aj keď priemerný výnos desaťročných slovenských štát-

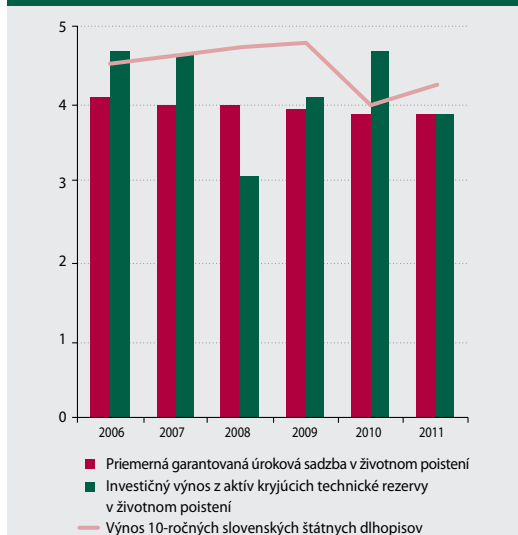
Graf 52 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu v poisťovniach podľa krajín emitenta


Zdroj: NBS.

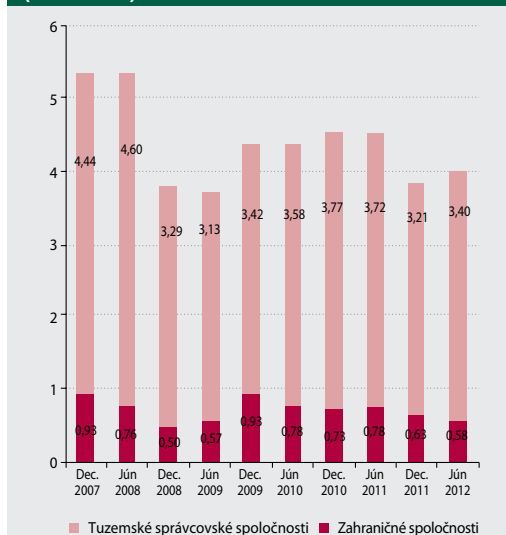
Poznámky: Uvedené sú podiely z celkového objemu portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu k 30. júna 2012. V položke „Ostatné“ sú zahrnuté dlhové cenné papiere emitované krajinami s podielom menším ako 1,5 % z celkového portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu.

²⁴ Približne 7 % z tohto portfólia tvoria dlhopisy kryjúce technické rezervy v unit-linked poistení. Táto časť portfólia nepredstavuje pre poisťovňu riziko, keďže riziko v unit-linked poistení znáša klient. Aktíva poisťovní kryjúce technické rezervy v unit-linked poistení tvoria najmä akcie, podielové listy a dlhopisy s vyššou duráciou.

nych dlhopisov v roku 2011 vzrástol v porovnaní s rokom 2010 (graf 53), v prvom polroku 2012 došlo k jeho opätovnému poklesu, a to až pod

Graf 53 Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom (%)


Zdroj: NBS.

Graf 54 Vývoj čistej hodnoty aktív podielových fondov predávaných v SR (mld. EUR)


Zdroj: NBS, SASS.

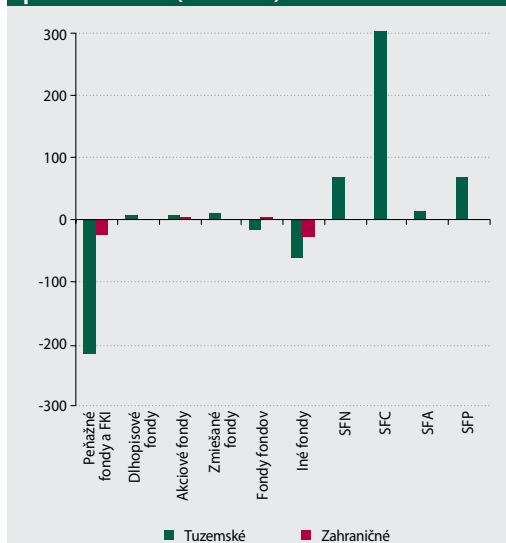
úroveň 3,5 % p. a. Zatiaľ je zostatková splatnosť dlhopisov v portfóliách poisťovní dostatočne vysoká. Ak by však obdobie nízkych úrokových sadzieb pretrvávalo a poisťovne by boli nútené znovu investovať významnú časť portfólia v súčasných podmienkach, bolo by pre nich výrazným problémom dosahovať garantovaný investičný výnos.

Rast čistej hodnoty aktív v sektore kolektívneho investovania v prvom polroku 2012 ťahali najmä čisté predaje niekoľkých špeciálnych podielových fondov. Zlepšenie výkonnosti zaznamenali všetky kategórie fondov. Sektor ako celok je vystavený najmä akciovému riziku, dlhopisové fondy aj riziku nárastu kreditných prírážok.

Objem spravovaných aktív všetkých podielových fondov (tuzemských aj zahraničných) distribuovaných na Slovensku dosiahol k 30. júnu 2012 úroveň 3,98 mld. €, čo je z dlhodobej perspektívy stále pomerne nízka hodnota (graf 54). Približne štyri pätiny nárastu čistej hodnoty aktív v sektore možno priradiť kladným čistým predajom. Takmer celý rast čistej hodnoty aktív bol koncentrovaný do niekoľkých špeciálnych podielových fondov. Rast objemu aktív v tomto segmente sa odohrával paralelne so vznikom niekoľkých nových špeciálnych podielových fondov, čo umožnil nový

zákon o kolektívnom investovaní (účinný od 30. júna 2011) (graf 55).

Zhodnotenie investícií v podielových fondoch na úrovni sektora tiež čiastočne prispelo k nárastu

Graf 55 Zmena objemu spravovaných aktív v jednotlivých kategóriách fondov v prvom polroku 2012 (mil. EUR)


Zdroj: NBS, SASS.

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

čistej hodnoty aktív. Najväčšie nominálne zhodnotenie, presahujúce 10 % v analizovanom vyjadrení, dosiahli v priemere akciové fondy, nasledované tesne dlhopisovými s výnosom 9 %. Najlepšie medziročne zhodnotenie k 30. júnu 2012 s výnosom 5 % si udržali verejné špeciálne podielové fondy nehnuteľností (graf 56).

Z hľadiska rizikovosti je dôležitá štruktúra majetku fondov (graf 57). Najvýznamnejšou zmenou v zložení portfólií tuzemských podielových fondov bol nárast podielu vkladov v bankách a súčasné obmedzenie dlhopisovej zložky.

Akciové riziko ostáva naďalej najvýznamnejším rizikom najmä pre akciové, zmiešané fondy a fondy fondov. Podiel týchto investícií na čistej hodnote aktív fondov sa v porovnaní s decembrom 2011 takmer nezmenil a vyvíjal sa najmä v súlade s vývojom akciových trhov. Dlhopisové fondy sú vystavené najmä úrokovému riziku, z ktorého významnú časť tvorí riziko kreditných prírážok. Z rizikových krajín má najvyšší podiel na portfóliu Slovinsko 4 % a Taliansko 1,5 %. Investície do rizikovejších krajín sú však spravidla koncentrované v niekoľkých fondoch, kde tvoria významnú časť portfólia.

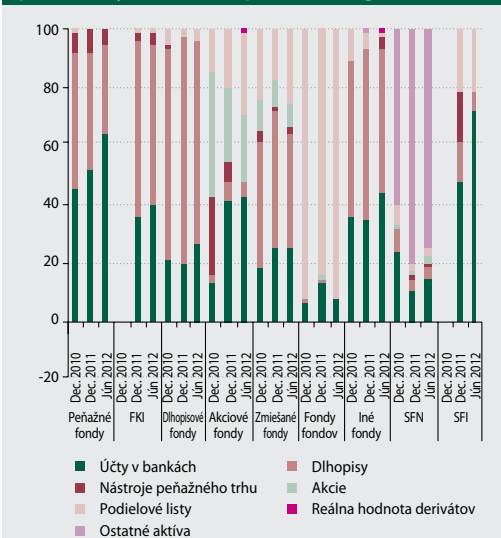
*Pod vplyvom legislatívnych zmien došlo k zme-
ne distribúcie počtu sporiteľov medzi jednotlivé*

Graf 56 Priemerná ročná výkonnosť podielových fondov podľa jednotlivých kategórií (%)



Zdroj: NBS, SASS.

Graf 57 Štruktúra majetku tuzemských podielových fondov podľa kategórií (%)



Zdroj: NBS.

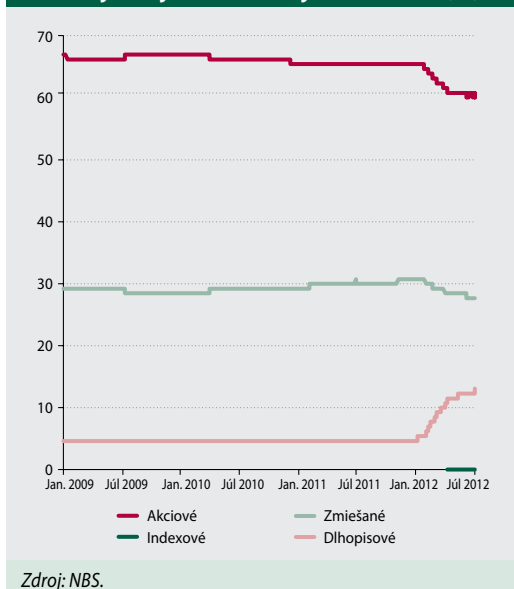
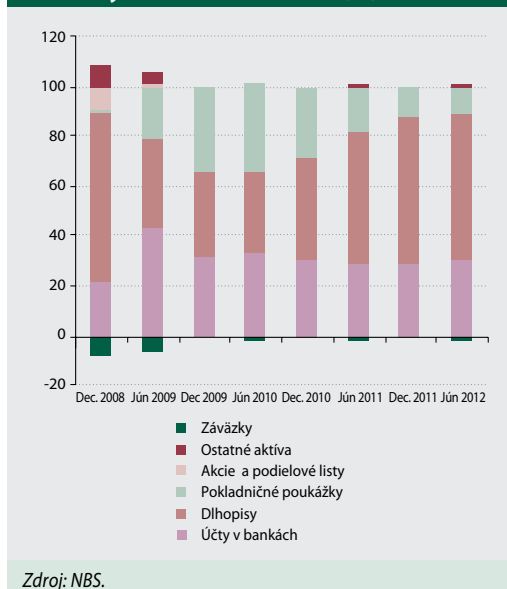
Poznámka: PF = peňažné fondy, FKI = fondy krátkodobých investícií, DF = dlhopisové fondy, AF = akciové fondy, ZF = zmiešané fondy, FF = fondy fondov, IF = iné fondy, SFN = špeciálne fondy nehnuteľností, SFI = špeciálne fondy iné.

typy dôchodkových fondov. Medziročná výkonnosť fondov mierne rástla. Riziko poklesu hodnoty dôchodkovej jednotky v prvom polroku 2012 mierne vzrástlo, no ostalo veľmi nízke z dôvodu zachovania konzervatívneho charakteru portfólia DSS. Najväčším rizikom vzhľadom na prebiehajúcu dlhovú krízu v eurozóne je riziko nárastu kreditných prírážok.

Vďaka povinným pravidelným príspevkom čistá hodnota majetku vo fondoch druhého piliera dôchodkového sporenia lineárne rástla aj počas prvého polroku 2012 a na konci sledovaného obdobia dosiahla 5,09 mld. €. Na rozdiel od minulosti sa však nezachoval tento lineárny trend na úrovni jednotlivých typov dôchodkových fondov. Nové legislatívne pravidlá (box 1) a im predchádzajúca informačná kampaň dôchodkových správcovských spoločností (DSS) viedla po rokoch nezmenených podielov k výraznejšej zmene distribúcie počtu sporiteľov medzi jednotlivé typy dôchodkových fondov.²⁵ Preskupovanie sporiteľov medzi typmi fondov sa prejavilo aj korešpondujúcim preskupením spravovaného majetku (graf 58).

DSS však v prvom polroku 2012 iba v obmedzenej miere reagovali na zmenu regulácie

²⁵ Na účely tejto analýzy sa sporiteľ zarátava do príslušného typu, ak podiel jeho príspevkov do daného typu dôchodkového fondu dosahuje viac ako 50 %. V situácii, keď je podiel príspevkov rozdelený presne v pomere 50:50, sa sporiteľ zarátava pod hlavičku dlhopisového fondu. Teda sporitelia sporiaci si v dvoch dôchodkových fondoch nie sú týmto spôsobom zarátavani duplicitne.

Graf 58 Podiely jednotlivých typov fondov na celkovej čistej hodnote majetku sektora (%)

Graf 59 Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií (%)


pri skladbe majetku v dôchodkových fondoch. Snahou zákonodarcov bolo okrem iného motivovať DSS k investíciám, pri ktorých by sa dalo očakávať vyššie zhodnotenie majetku sporiťelov v dlhodobom horizonte. Dlhové cenné papiere pozostávajúce z dlhopisov a pokladničných poukážok tvorili ku koncu júna 2012 až 70 % všetkého majetku v sektore. Celý zvyšný podiel pripadal na vklady v bankách (graf 59). Dôchodkové správčovské spoločnosti využili možnosť prechodného obdobia do konca roka 2012, počas ktorého sa nevyžaduje splnenie nových požiadaviek na zloženie portfólií a v priebehu sledovaného obdobia uskutočnili iba minimálny, resp. žiadny posun k zosúlade-

niu portfólií svojich akciových fondov s novými limitmi (box 1).

Istým náznakom opustenia veľmi konzervatívnej investičnej stratégie DSS bol výrazný nárast priemernej zostatkovej splatnosti dlhových nástrojov na úrovni sektora (tabuľka 4). Hodnota priemernej zostatkovej splatnosti pre jednotlivé fondy sa však naďalej pohybovala na nízkych úrovniach v rozmedzí od 1,0 do 2,6. Spolu so zostatkovou splatnosťou rástla aj priemerná modifikovaná durácia tejto časti portfólia. To v praxi znamená zvýšenie citlivosti reálnej hodnoty týchto aktív na zmenu úrokových sadzieb.

Box 1
LEGISLATÍVNE ZMENY V 2. PILIERI SEKTORA DÔCHODKOVÉHO SPORENIA

Kľúčové opatrenia novely zákona o starobnom dôchodkovom sporení (43/2004) z roku 2011 nadobudli účinnosť 1. apríla 2012. Patrí k nim povinnosť dôchodkových správčovských spoločností vytvoriť a spravovať popri dlhopisových, zmiešaných a akciových fondoch, ktoré nahradili konzervatívne, vyvážené a rastové fondy, aj štvrtý typ fondu s prívlastkom inde-

xový. Náklady sporiťela súvisiace s účasťou v indexovom fonde by mali byť nižšie ako pri ostatných typoch fondov, keďže horný limit na odplatu za správu je stanovený nižšie ako pri alternatívach, a dôchodkovým správčovským spoločnostiam nenáleží odplata za zhodnotenie majetku v indexovom dôchodkovom fonde. Z hľadiska investičnej stratégie by malo ísť



o fondy, ktoré úzko kopírujú výkonnosť zvoleného akciového indexu, prípadne kombinácie akciových indexov.

Ďalšou legislatívnou zmenou, ktorá by mala tiež zvýšiť flexibilitu systému pre sporiteľov, je možnosť sporenia v dvoch typoch dôchodkových fondov naraz. Pri tomto spôsobe sporenia sa príspevky rozdeľujú medzi dva zvolené fondy v ľubovoľnom pomere, ktorý si určí sporiteľ. Pritom však platí obmedzenie, že jeden z týchto dvoch fondov musí byť dlhopisový.

Tretou zásadnejšou zmenou v regulácii je zrušenie povinnosti pre dôchodkové správcovské spoločnosti dopĺňať majetok zmiešaných a akciových fondov z vlastných zdrojov v prí-

pade poklesu hodnoty dôchodkovej jednotky v priebehu definovaných sledovaných intervalov. V dôchodkových fondoch bola táto povinnosť zachovaná, pričom došlo k predĺženiu sledovaného obdobia pre vyhodnocovanie dopĺňania majetku v dlhopisových fondoch zo šiestich mesiacov na päť rokov.

Novela zavádza aj obmedzenia (limity) na zloženie portfólií jednotlivých typov fondov. Zavádza napr. horný limit 80 % na podiel majetku v dlhových a peňažných nástrojoch pre akciové fondy (§ 88). Ten by mal v praxi znamenať, že aspoň 20 % majetku je investovaného do akcií alebo podielových listov podielových fondov s prevažne akciovým charakterom podkladových aktív.

Medziročná výkonnosť dôchodkových fondov v prvom polroku 2012 vzrástla najmä vďaka kladnému preценeniu reálnej hodnoty dlhových cenných papierov v portfóliách (tabuľka 5). Rozhodujúcu úlohu tu zohrali slovenské štátne dlhopisy, ktorým medzi februárom a aprílom pomerne výrazne klesli požadované výnosy do splatnosti a ich cena sa teda posunula nahor. Rozdiely vo výkonnosti podľa typov dôchodkových fondov boli naďalej minimálne a reflektovali naďalej takmer identickú štruktúru majetku jednotlivých typov fondov (dlhopisových, zmiešaných a akciových).

Ako vyplýva z vyššie opísaných minimálnych zmien v portfóliu dôchodkových fondov, v prvom polroku 2012 nedošlo k významnému zvýšeniu rizikovosti portfólií DSS. Najväčšiu rizikovosť majú indexové fondy, no majetok v týchto fondoch tvorí menej ako 0,5 % celkového sprá-

vovaného majetku vo fondoch DSS. Najväčší vplyv na riziko poklesu hodnoty dôchodkovej jednotky tak predstavuje už spomínané zvýšenie durácie dlhopisového portfólia zvýšením zostatkovej splatnosti dlhopisov v portfóliu. Hoci zvýšenie bolo výrazné, keďže počiatočné hodnoty boli veľmi nízke, rizikovosť fondov DSS ostáva nízka.

Napriek zvýšeniu investícií do španielskych a slovinských dlhopisov ostáva vystavenie voči rizikovým krajinám limitované (graf 60). Nemožno však vylúčiť opakovaný nárast turbulencií na finančných trhoch eurozóny, ktorý by viedol k rastu kreditných prirážok aj slovenských štátnych dlhopisov dominujúcich v portfóliu fondov DSS.

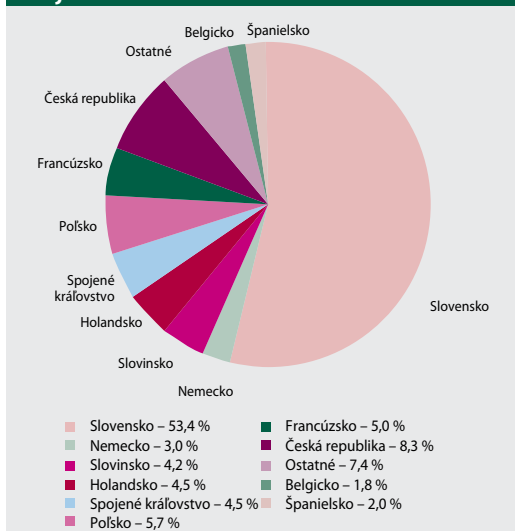
Majetok vo fondoch by mohol byť výraznejšie negatívne ovplyvnený ešte v prípade zlyhania

Tabuľka 5 Porovnanie ročnej výnosnosti dôchodkových fondov k 31.12.2011 a k 30.6.2012 (%)

	Min		Vážený priemer		Max	
	2011	1H2012	2011	1H2012	2011	1H2012
Dlhopisové fondy	1,2	1,7	1,5	2,2	2,1	2,6
Zmiešané fondy	1,1	2,0	1,5	2,3	2,1	3,1
Akciové fondy	1,1	2,0	1,4	2,3	2,1	2,9

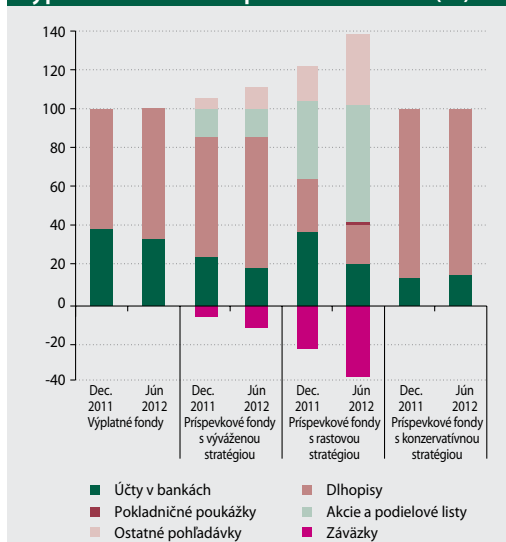
Zdroj: NBS.

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

Graf 60 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DDS podľa krajín emitenta


Zdroj: NBS.

Poznámky: Uvedené sú podiely z celkového objemu portfólia dlhových cenných papierov k 30. júnu 2012. V položke „Ostatné“ sú zahrnuté dlhové cenné papiere emitované krajinami s podielom menším ako 1,5 % z celkového portfólia dlhových cenných papierov.

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


Zdroj: NBS.

niektorej z bánk, v ktorej majú fondy uložené vklady. Toto riziko je však možné pokladať za nízke. Výnimkou sú vklady v bankách z rizikových krajín.

Tempo rastu čistej hodnoty aktív sektora doplnkového dôchodkového sporenia sa medziročne zrýchliilo. Medziročná výkonnosť fondov bola slabá. Celková rizikovosť fondov DDS sa v prvom polroku 2012 zvýšila. Najvýznamnejším boli akciové riziko a riziko nárastu kreditných prírážok.

Na konci júna 2012 doplnkové dôchodkové spoločnosti spravovali aktíva v hodnote 1,2 mld. €. Počas prvých šiestich mesiacov roka 2012 došlo k nárastu súhrnnej čistej hodnoty aktív v doplnkových dôchodkových fondoch o 50 mil. €, čo sa rádovo zhodovalo s priemerom za roky 2008 až 2010.

Príspevkové doplnkové dôchodkové fondy s rastovou stratégiou zaznamenali výrazné zvýšenie podielu akciovej zložky až na 60 % celkových aktív (graf 61). Priemerná vážená zostatková splatnosť dlhových cenných papierov najprv mierne stúpala a potom sa k záveru prvého polroka 2012

vrátila na hodnotu štyroch rokov. Ukazovateľ priemernej váženej modifikovanej durácie týchto nástrojov sa nachádzal v závere sledovaného obdobia tesne nad úrovňou 3 (tabuľka 4).

Priemerná medziročná výkonnosť príspevkových fondov k poslednému júnovému dňu bola 0,2 %. So zápornou medziročnou výkonnosťou skončili príspevkové fondy s rastovou stratégiou a jeden vyvážený príspevkový fond. Všetky výplatné fondy dosiahli kladné nominálne zhodnotenie s priemerom 1,9 %.

Rizikový profil jednotlivých fondov DDS siaha od konzervatívnych fondov s nulovými investíciami do akcií a podielových listov až po fondy, v ktorých podiel týchto investícií dosahuje 50 – 60 % majetku. S rastúcou duráciou cenných papierov v portfóliu fondov rastie aj ich vystavenie voči úrokovému riziku a riziku kreditných prírážok. Vystavenie voči rizikovejším krajinám tvoria najmä dlhopisy Talianska a Slovinska. Vystavenie voči týmto krajinám nie je na úrovni sektora veľké (graf 62), ale je koncentrované. Vystavenie voči devízovému riziku mierne kleslo, stále je však najvyššie zo všetkých sektorov finančného trhu.



Tabuľka 6 Parametre a predpoklady stresového testovania

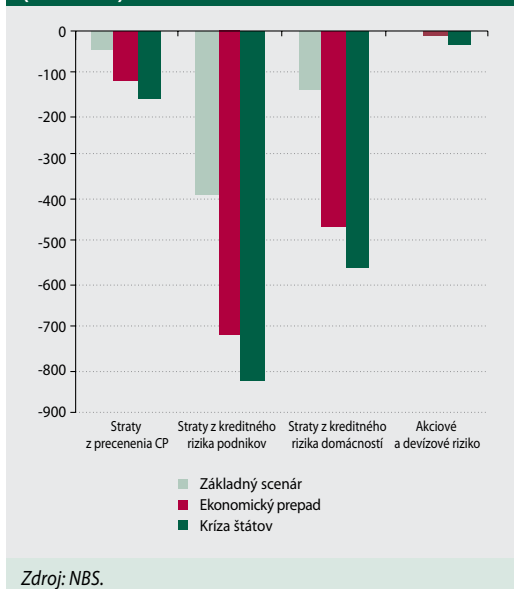
		Základný scenár			Ekonomický prepád			Križa štátov			
		2012H2 ¹⁾	2013	2014	2012H2 ¹⁾	2013	2014	2012H2 ¹⁾	2013	2014	
Základné predpoklady	Zmena zahraničného dopytu	3 %	6 %	7 %	-16 %	0 %	3 %	-21 %	-3 %	-1 %	
	Zmena výmenného kurzu USD/EUR	0 %	0 %	0 %	-25 %	0 %	0 %	-35 %	0 %	0 %	
	Zmena výmenných kurzov CHF, JPY, GBP, DKK, CAD, HRK, LVL voči EUR	0,0 %	0,0 %	0 %	-25 %	0 %	0 %	-35 %	0 %	0 %	
	Zmena výmenných kurzov ostatných mien voči EUR	0,0 %	0,0 %	0,0 %	25,0 %	0,0 %	0,0 %	35,0 %	0,0 %	0,0 %	
	Zmena cien akcií	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-30,0 %	0,0 %	0,0 %	-50,0 %	0,0 %	0,0 %	
	Zmena základnej sadzby ECB	0 b.b.	0 b.b.	25 b.b.	-25 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	-25 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
	Zmena 3-mesačného EURIBOR-u	8 b.b.	-1 b.b.	27 b.b.	54 b.b.	-8 b.b.	-9 b.b.	88 b.b.	-15 b.b.	-14 b.b.	
	Zmena 1-ročnej EUR diskontnej sadzby	5 b.b.	-31 b.b.	22 b.b.	111 b.b.	-27 b.b.	2 b.b.	176 b.b.	-42 b.b.	5 b.b.	
	Zmena 2-ročnej EUR diskontnej sadzby	42 b.b.	24 b.b.	18 b.b.	93 b.b.	19 b.b.	3 b.b.	127 b.b.	11 b.b.	2 b.b.	
	Zmena 5-ročnej EUR diskontnej sadzby	60 b.b.	75 b.b.	17 b.b.	61 b.b.	35 b.b.	31 b.b.	65 b.b.	27 b.b.	32 b.b.	
	Zmena indexu iTraxx Senior Financials 5Y	-87 %	-50 %	-50 %	50 %	0 %	0 %	100 %	0 %	0 %	
	Zmena výnosov 5-ročných nemeckých štátnych dlhopisov	60 b.b.	75 b.b.	17 b.b.	111 b.b.	35 b.b.	31 b.b.	115 b.b.	27 b.b.	32 b.b.	
	Zmena výnosov 5-ročných slovenských štátnych dlhopisov	60 b.b.	75 b.b.	17 b.b.	211 b.b.	35 b.b.	31 b.b.	265 b.b.	27 b.b.	32 b.b.	
	Zmena sklonu výnosovej krivky nemeckých štátnych dlhopisov ²⁾	8 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	8 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	-18 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
	Zmena sklonu výnosovej krivky slovenských štátnych dlhopisov ²⁾	-13 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	-13 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	-58 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
Makroekonomické veličiny	Medziročný rast reálneho HDP	2,5 %	3,1 %	4,3 %	0,2 %	-9,4 %	-2,3 %	-0,6 %	-12,7 %	-4,3 %	
	Inflácia (HICP)	2,9 %	1,8 %	2,0 %	3,6 %	3,0 %	3,0 %	5,1 %	3,1 %	3,1 %	
	Nezamestnanosť	13,8 %	13,0 %	12,1 %	14,7 %	15,7 %	17,0 %	15,0 %	16,5 %	18,8 %	
Premenné pre kreditné riziko	Ročná pravdepodobnosť zlyhania	Necitlivé odvetvia	1,5 %	1,1 %	0,8 %	2,0 %	2,5 %	1,9 %	1,9 %	2,6 %	2,0 %
		Mierne citlivé odvetvia	1,8 %	2,1 %	1,7 %	2,2 %	4,0 %	4,8 %	2,3 %	4,5 %	6,1 %
		Citlivé odvetvia	4,8 %	4,6 %	4,1 %	5,7 %	9,4 %	11,6 %	5,6 %	10,2 %	12,8 %
	Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	5,5 %	5,4 %	5,0 %	5,8 %	8,5 %	9,6 %	6,2 %	9,7 %	11,2 %	
Poistné riziká	Neživotné poistenie	Priemerná škodovosť	Priemerná škodovosť	Priemerná škodovosť	Maximálna škodovosť + 5 p.b.	Priemerná škodovosť	Priemerná škodovosť	Maximálna škodovosť + 5 p.b.	Priemerná škodovosť	Priemerná škodovosť	
	Životné poistenie – pripoistenie	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Max. škodovosť + 10 p.b. alebo priemer trhu	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Max. škodovosť + 10 p.b. alebo priemer trhu	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	
	Životné poistenie – riziko smrti	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Zhodný s vývojom v 2011	Úmrtnosť + 10 %	Úmrtnosť + 20 %	Úmrtnosť + 30 %	Úmrtnosť + 10 %	Úmrtnosť + 20 %	Úmrtnosť + 30 %	

Zdroj: NBS.

1) Pri základných predpokladoch je za druhý polrok 2012 uvedená zmena medzi koncom roka 2012 a koncom júna 2012, v ostatných stĺpcoch sú uvedené medziročné zmeny.

2) Sklon výnosovej krivky štátnych dlhopisov je v tomto prípade definovaný ako rozdiel medzi výnosom 5-ročných a ročných štátnych dlhopisov.

Graf 64 Straty bankového sektora zo stresového testovania podľa typov rizík (mil. EUR)



Odhadnuté straty vyplývajúce z portfólia podnikových úverov by na úrovni sektora prevažovali straty z ostatných typov rizík (graf 64). Avšak tri banky by v prípade základného scenára vykazovali výraznejšie straty plynúce z kreditného rizika domácností než z kreditného rizika podnikov, pričom toto číslo by sa zvýšilo na päť v prípade oboch stresových scenárov. V prípade scenára „Ekonomický prepád“ by straty z trhových rizík prevýšili straty z kreditného rizika podnikov alebo z kreditného rizika domácností v dvoch bankách. Tento počet by sa zvýšil na štyri banky v prípade scenára „Kríza štátov“. Kým v jednej banke ide najmä o straty vyplývajúce z precenenia dlhopisov (najmä slovenských štátnych dlhopisov), v ostatných troch bankách k celkovým stratám prispeli do veľkej miery aj straty z devízového rizika a z akciového rizika.

Za predpokladu vyplatenia 100 % vytvoreného zisku vo forme dividend by priemerná kapitálová primeranosť za sektor ako celok výrazne klesla vo všetkých scenároch. Sektor ako celok by teda mal k dispozícii nižší kapitálový vankúš. Na druhej strane, aj po tomto predpoklade ostáva kapitálová primeranosť sektora ako celku na pomerne uspokojivej úrovni.

Viaceré poisťovne by v prípade zvýšenia poisťovacích rizík v kombinácii so zhoršením situácie na

finančných trhoch dosiahli stratu. Okrem indexových fondov by fondy DDS neboli výraznejšie zasiahnuté negatívnym vývojom na finančných trhoch. Pri stresovom testovaní sektora kolektívneho investovania sa prejavil vysoký podiel menej rizikových fondov. Príspevkové fondy DDS by čelili najmä rizikám plynúcim z investícií do akcií a podielových listov, dopad by však bol značne heterogénny.

Dlhá durácia portfólia dlhových cenných papierov poisťovní má za následok, že výška úrokových príjmov je ovplyvnená stresovými scenármi iba v malej miere. Napriek tomu, najvýznamnejšie straty predstavujú finančné riziká vyplývajúce najmä z precenenia cenných papierov, ktoré by prevýšili aj straty z neživotného poistenia.²⁹ Najvýraznejšie straty vplyvom stresových scenárov by poisťovne dosiahli v roku 2012, keď sa predpokladajú najvýraznejšie straty z trhových rizík, ako aj výrazné zvýšenie nákladov na poistné plnenia v neživotnom poistení. Celkovo by sledované obdobie ukončilo v strate 6 poisťovní v základnom scenári, 13 v scenári „Ekonomický prepád“ a 14 v scenári „Kríza štátov“.

Najväčšie riziká pre fondy kolektívneho investovania predstavujú akciové riziko a nepriame devízové riziko, pričom vplyv týchto rizík je značne heterogénny a závisí od váhy akcií a podielových listov na celkových aktívach daného fondu. V dlhopisových fondoch dominuje úrokové riziko.

Dlhopisové, zmiešané a akciové fondy DDS by neboli výraznejšie zasiahnuté negatívnym vývojom trhových faktorov zahrnutých v stresovom testovaní – celkové straty by nepresiahli 1,8 % aktív ani v jednom fonde. Zo štruktúry uvedených typov fondov vyplýva, že počas stresového obdobia by fondy čelili najmä úrokovému riziku a akciovému riziku (zmiešané a akciové fondy). Rádovo horšie výsledky by dosiahli indexové fondy. Nakoľko indexové fondy investujú takmer výlučne do nástrojov naviazaných na výnosnosť akciových trhov, prepád akciových indexov simulovaný v stresových scenároch mal za následok znehodnotenie aktív o vyše 40 % v prípade všetkých fondov.

Fondy DDS by v prípade negatívneho vývoja simulovaného v stresových scenároch zazname-

²⁹ Do výpočtov však nebolo zahrnuté precenenie záväzkov poisťovní vzhľadom na nedostatok dát potrebných k tomuto výpočtu. Potenciálne zníženie záväzkov v dôsledku nárastu bezrizikových sadzieb by zmiernilo dopad jednotlivých scenárov.



nali pomerne výrazné straty. Tie by sa, vyjadrené ako podiel na celkových aktívach k 30. júnu 2012, v prípade scenára „Kríza štátov“ pohybovali v rozmedzí 1,2 % až 67,4 %. Rozloženie týchto

strát by záviselo najmä od podielu investícií do akcií a podielových listov, pretože najvýznamnejšie straty by pre fondy plynuli z akciového a z nepriameho úrokového a devízového rizika.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



PRÍLOHY

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





1 BANKOVÁ ÚNIA AKO SÚČASŤ RIEŠENIA KRÍZY V EUROZÓNE A JEJ MOŽNÉ DOPADY NA SLOVENSKO

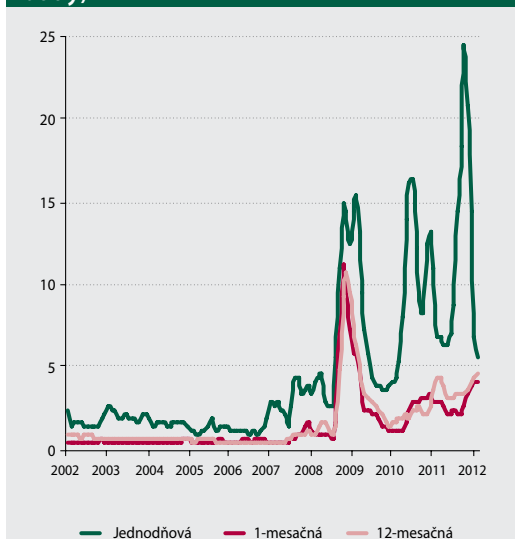
TOMÁŠ TÓZSÉR³⁰

Prebiehajúca finančná kríza vážne narušila finančnú integráciu v Európe. Eurozóna pritom dosiahla pred krízou vysoký stupeň finančnej integrácie predovšetkým na peňažnom a dlhopisovom trhu. Súčasná fragmentácia uvedených trhov podľa štátnych hraníc zhoršuje transmisiu menovopolitických opatrení ECB a zároveň sa strácajú prínosy z vyššej integrácie finančných služieb v Európe. Okrem toho rastú riziká pre finančnú stabilitu eurozóny, pretože sa prehlbuje finančná previazanosť medzi členskými štátmi a ich bankovými sektormi. Navrhované nápravné riešenia predstavujú súbor opatrení, vrátane vytvorenia tzv. bankovej únie. Článok sa venuje jej možným podobám a vplyvu na domáci finančný systém a ekonomiku.

1.1 RASTÚCA SEGMENTÁCIA FINANČNÝCH TRHOV V EUROZÓNE

Zintenzívnenie dlhovej krízy v eurozóne počas leta a jesene 2011 sa prejavilo výrazným zhoršením podmienok na peňažnom trhu eurozóny. Pozorovaná bola rastúca segmentácia tohto trhu podľa štátnych hraníc, a to aj na odolnejšom zabezpečenom peňažnom trhu (ECB, 2012). Cenové indikátory ECB potvrdzujú nárast cenovej diferenciácie a poukazujú na pokles integrácie na peňažnom trhu eurozóny v roku 2011 (grafy 65 a 66). Rovnaký obraz poskytujú aj kvantitatívne ukazovatele (grafy 67 a 68). Pokles priemerného denného objemu obchodov na jednodňovom nezabezpečenom medzibankovom trhu indikuje napätie, ktoré súvisí s vyso-

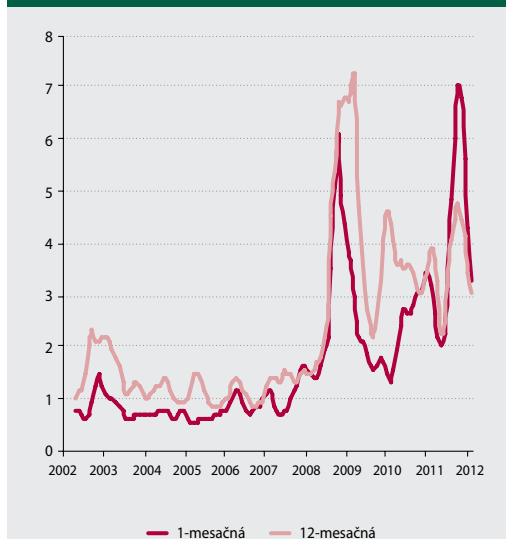
Graf 65 Štandardná odchýlka priemerných úrokových sadzieb na nezabezpečenom medzibankovom trhu v priereze krajinami eurozóny (bázické body)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Výrazný rozdiel v správaní sa jednodňových sadzieb v porovnaní s dlhšími splatnosťami je z časti daný aj rozdielnym prístupom k stanoveniu referenčných sadzieb EONIA a EURIBOR.

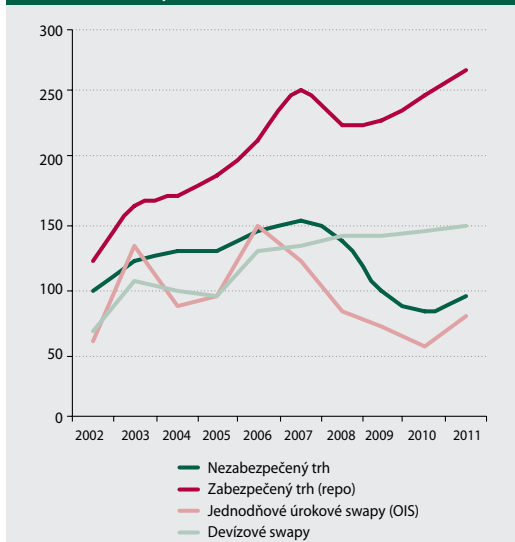
Graf 66 Štandardná odchýlka priemerných repo sadzieb na medzibankovom trhu v priereze krajinami eurozóny (bázické body)



Zdroj: ECB.

30 Presentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Graf 67 Priemerný denný obrat vo vybraných segmentoch peňažného trhu (index, objem nezabezpečených transakcií v 2002 = 100)



Zdroj: ECB: Euro Money Market Survey, september 2011.

Poznámka: Prieskumnú vzorku tvorí 105 úverových inštitúcií.

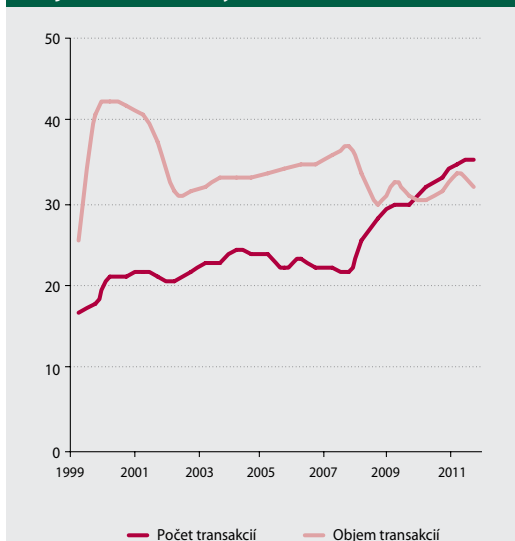
kou averziou k riziku. Na zabezpečených trhoch bol zaznamenaný výrazný nárast transakcií prostredníctvom centrálnych protistrán, ktoré zmierňujú kreditné riziko (ECB, 2012).

Eurosystem v reakcii na zhoršenie situácie na medzibankových trhoch, keď niektoré banky úplne

stratili prístup k trhovým zdrojom, výrazne zvýšil objem likvidity pre bankový sektor eurozóny. Na grafe 69 vidieť, že rástli aj vklady bánk v ECB (tzv. prebytočná likvidita).³¹ Banky neumiestňujú svoju prebytočnú likviditu na trhu, ale ju držia v centrálnej banke pri nevýhodnejších podmienkach (so stratou). Okrem nefunkčnosti peňažného trhu, ktorý nahrádza Eurosystem, držba veľkého objemu prebytočnej likvidity je tiež prejavom segmentácie medzibankového trhu. Prakticky môžeme pozorovať odliv kapitálu investorov a vkladov rezidentov z bánk tzv. periférnych krajín eurozóny do krajín eurozóny s vysokým úverovým ratingom. Kým banky z prvej skupiny krajín súkromné zdroje nahrádzajú zabezpečeným financovaním z centrálnych bánk, banky v druhej skupine krajín svoje prebytočné zdroje ukladajú v centrálnych bankách.

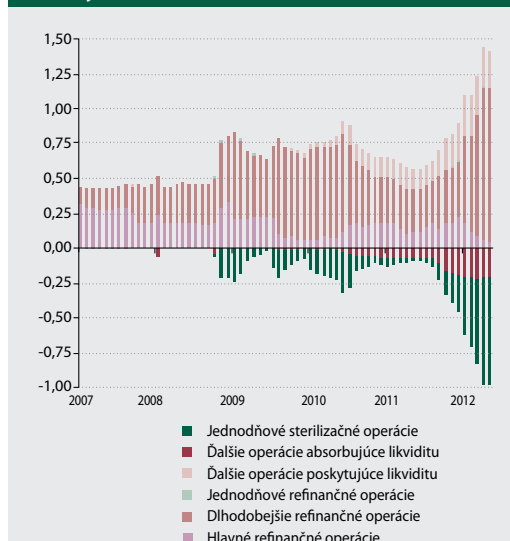
Poklesom cezhraničných kapitálových tokov sú najviac zasiahnuté trhy so štátnymi a podnikovými dlhopismi niektorých krajín eurozóny (graf 70). Výnosy štátnych dlhopisov krajín eurozóny v roku 2011 výrazne divergovali reflektujúc rastúce vnímané riziko skupiny krajín (dané slabou fiškálnou pozíciou, nepriaznivým stavom hospodárstva a vyššou averziou investorov k riziku) a súčasne prisúdenie štatútu bezpečného prístavu iným krajinám (graf 71).³² Na tomto mieste je potrebné poznamenať, že výrazné zúženie výnosových rozpätí štátnych dlhopisov naprieč krajinami eurozóny v predkrízovom období bolo výsledkom

Graf 68 Podiel platieb medzi členskými krajinami eurozóny (%)



Zdroj: ECB.

Graf 69 Menovopolitické operácie Eurosystemu (bil. EUR)

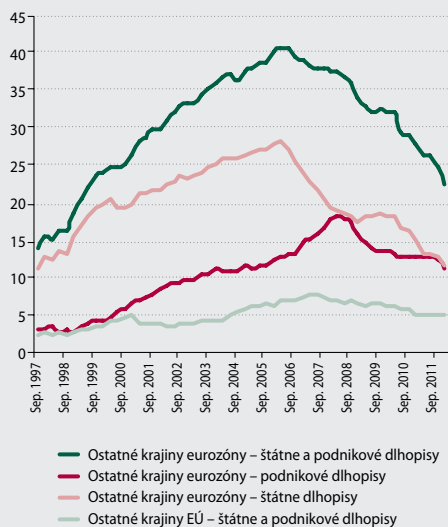


Zdroj: ECB.

31 Eurosystem pred októbrom 2008 prísne obmedzoval prebytočnú likviditu v bankovom systéme eurozóny. Počas krízy však ECB prešla na režim plného umiestnenia pri fixnej sadzbe, čo znamená, že banky mohli získať toľko likvidity, o koľko požiadali.

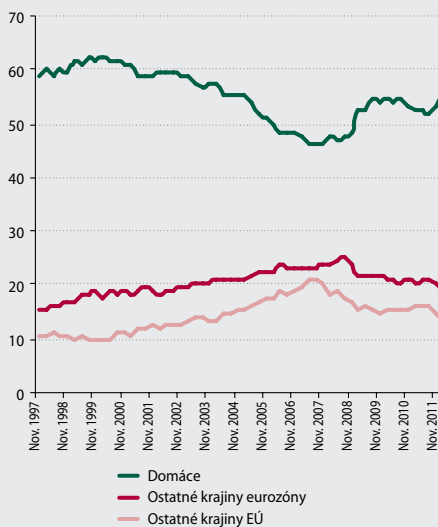
32 Podobne sa v roku 2011 výrazne zvýšila aj divergencia rizikových prírážok podľa krajín pri podnikových dlhopisoch.

Graf 70 Podiel zahraničných dlhopisov vydaných subjektmi eurozóny (% z celového portfólia dlhopisov menových a finančných inštitúcií bez Eurosystemu)



Zdroj: ECB.

Graf 72 Podiel medzibankových úverov podľa sídla protistrany (% z celkových úverov bez Eurosystemu)



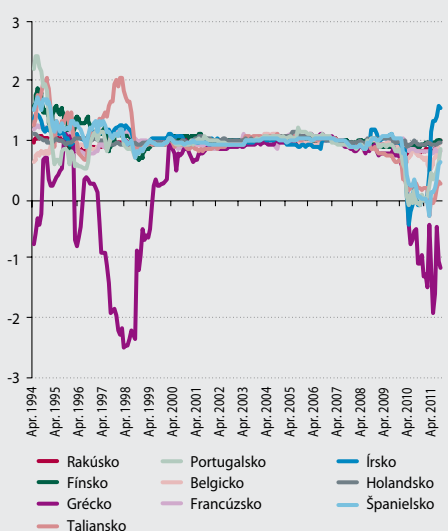
Zdroj: ECB.

systematického podhodnotenie kreditných rizík. Z toho dôvodu tieto nemuseli predstavovať najvhodnejší indikátor finančnej integrácie.

Finančná kríza v eurozóne a jej zintenzívnenie v druhej polovici roka 2011 mala negatívny do-

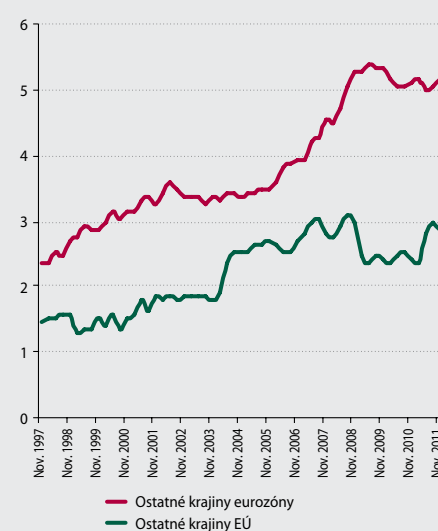
pad aj na integráciu bankového trhu. Necenové indikátory naznačujú pokles, resp. útlm aj tak relatívne nízkej cezhraničnej úverovej činnosti bánk v eurozóne (grafy 72 a 73).³³ Z hľadiska účinnosti úrokového kanála menovej politiky je však vážnejším problémom výrazný nárast roz-

Graf 71 Cenový indikátor integrácie trhov so štátnymi dlhopismi v eurozóne (beta koeficienty)



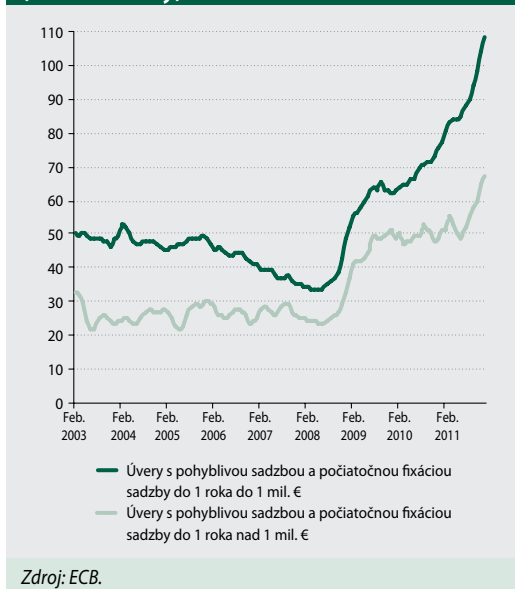
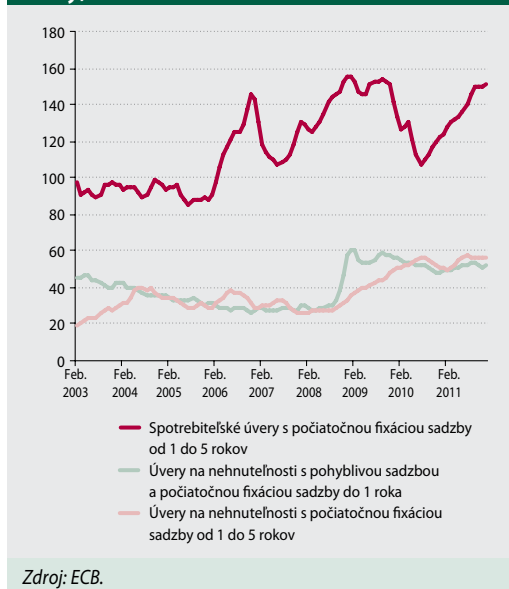
Zdroj: ECB.

Graf 73 Podiel iných ako medzibankových úverov podľa sídla protistrany (% z celkových úverov bez Eurosystemu)



Zdroj: ECB.

³³ Štruktúrálna integrácia tohto trhu (najmä čo sa týka trhu s úvermi retailu) výrazne zaostávala už pred krízou v porovnaní s dlhopisovými alebo akciovými tržmi eurozóny najmä z inštitucionálnych dôvodov.

Graf 74 Štandardná odchýlka úrokových sadzieb na nové úvery nefinančným podnikom v priereze krajinami eurozóny (bázické body)

Graf 75 Štandardná odchýlka úrokových sadzieb na nové úvery domácnostiam v priereze krajinami eurozóny (bázické body)


ptylu medzi krajinami eurozóny pre klientske sadzby bánk na úvery podnikom (graf 74 a box 2). Pri úveroch domácnostiam, najmä úveroch na bývanie, bola situácia v roku 2011 menej dramatická. Aj v tomto segmente však môžeme pozorovať dlhodobější negatívny vplyv finančnej krízy na rozptyl klientskych úrokových sadzieb medzi krajinami, ktorý súvisí s rozdielnymi podmienkami pre financovanie sa bánk, stavom verejných financií a domácimi hospodárskymi podmienkami v jednotlivých krajinách (graf 75).

ECB s cieľom zmierniť negatívne dopady dezintegrácie finančného trhu eurozóny na transmisný mechanizmus menovej politiky pristúpila k intervencii na trhoch so štátnymi dlhopismi a krytými dlhopismi. Okrem toho, že Eurosystemu angažovaním sa v nových operáciách a celkovými zmenami v jeho operačnom rámci vznikli nové riziká a výzvy do budúcnosti,³⁴ je zrejmé aj to, že tieto opatrenia nemôžu vyriešiť podstatu krízy, ani obnoviť finančnú integráciu v eurozóne.

Box 2
VPLYV FINANČNEJ KRÍZY NA TRANSMISIU MENOVEJ POLITIKY ECB

Rozdrobenosť jednotného finančného trhu podľa národných hraníc spôsobuje, že transmisný mechanizmus spoločnej menovej politiky nedokáže distribuovať menovopolitické rozhodnutia vyváženým a homogénnym spôsobom pre ekonomiku eurozóny ako celok. Ťažiskový úrokový transmisný kanál menovej politiky bol oslabený zhoršením kvality bankových bilancií.³⁵ Zníženie kvality aktív bánk viedlo k zhoršeniu ich prístupu na peňažné trhy pri získavaní zdrojov. Dostupnosť a ceny

trhových zdrojov pre banky sa výrazne líšia v závislosti nie len od finančnej sily individuálnej inštitúcie, ale aj krajiny jej sídla. Zmeny v sadzbách ECB sa tak nemôžu homogénne premietnuť do zmien nákladov na krátkodobé trhové (re)financovanie sa bánk. Homogénnu transmisiu zmien krátkodobých sadzieb do zmien dlhodobých sadzieb zhoršilo vyostrenie dlhovej krízy štátov v druhej polovici roka 2011. Ťažší prístup bánk k trhovým zdrojom, daný nárastom rizika štátov a veľkým vy-

³⁴ Bližšie v ECB (2012).

³⁵ Úrokový transmisný kanál zabezpečuje prenos signálov z kľúčových úrokových sadzieb ECB do sadzieb peňažného trhu a cez výnosovú krivku do dlhodobějších sadzieb a následne do reálnej ekonomiky.



stavením bánk voči tomuto riziku, viedol aj k zhoršeniu funkčnosti kanála bankových pôžičiek.³⁶ Výsledkom je výrazný a pretrvávajúci rast rozptylu v retailových sadzbách (úverových aj vkladových) naprieč krajinami eurozóny. Rozdiely v prístupe k zdrojom pre banky v jednotlivých krajinách sa odrazili aj v rôznej dostupnosti bankového financovania pre

subjekty reálnej ekonomiky, čo dokumentujú pravidelné prieskumy medzi bankami. Problém nevyváženého a heterogénneho prenosu impulzov menovej politiky do reálnej ekonomiky v eurozóne je o to vypuklejší, že súkromný nefinančný sektor eurozóny je pri získavaní zdrojov prevažne orientovaný na bankový sektor.

1.2 ŠTYRI PILIERE BANKOVEJ ÚNIE

Podľa ECB (2012) je čoraz jasnejšie, že za nestabilitu a rozdrobenie finančných trhov eurozóny sú do veľkej miery zodpovedné nedostatky v predkrízovom finančnom a inštitucionálnom rámci eurozóny. Konkrétne ide o nedostatky v opatreniach týkajúcich sa finančnej stability, krízového manažmentu a fiškálnej a makroekonomickej správy menovej únie.³⁷

Za silnou koreláciou medzi bankovou krízou a krízou suverénnych štátov v niektorých dotknutých krajinách eurozóny je hlavne fakt, že konečná zodpovednosť za finančnú stabilitu je na národných vláдах, t. j. banky vo finančných problémoch sú závislé od pomoci národných vlád. Ďalšou príčinou uvedenej korelácie je silná inklinácia bánk k investíciám do domácich štátnych dlhopisov. Táto inklinácia počas krízy ešte vzrástla. Uvedená negatívna interakcia býva vo všeobecnosti intenzívnejšia v rámci menovej únie.³⁸ Dôvodom je absencia vankúša v podobe znehodnoteného výmenného kurzu krajiny, ktorý môže zmiernovať rastúce náklady (re)financovania sa štátu a podporiť ekonomickú aktivitu – tlmenú fiškálnou konsolidáciou – cez vyšší export. Nepriaznivá interakcia medzi bankami a štátmi viedla k rozdrobeniu finančných trhov v eurozóne a v konečnom dôsledku ohrozuje integritu menovej únie. Koncept bankovej únie, ktorý bol lídrami krajín eurozóny prijatý na sumite koncom júna 2012 a s čiastočným fungovaním ktorého sa pôvodne rátať už od konca roka 2012, je orientovaný priamo na riešenie problému „začarovaného kruhu“ medzi bankami a štátmi.

Banková únia je založená na myšlienke, že prerušenie vzájomného pôsobenia medzi slabým bankovým sektorom a slabými verejnými finan-

ciami a obnovenie udržateľnej finančnej integrácie v eurozóne je možné spoločným zdieľaním rizík (*risk sharing*). Konkrétne sa uvažuje o možnosti priamej rekapitalizácie problémových bánk z centrálného (spoločného) zdroja – Európskeho stabilizačného mechanizmu (ESM).³⁹ Ak však má existovať možnosť financovať záchranu bánk zo spoločných zdrojov, potom tejto možnosti musí prináležať a časovo predchádzať aj adekvátne právomoc centra vykonávať dohľad nad fungovaním bánk. Podľa MMF (2012) základnými prvkami bankovej únie sú: spoločná schéma ochrany vkladov, centralizovaná agentúra pre riešenie krízových situácií bánk („*resolution agency*“) a centralizovaný režim pre bankový dohľad. Európska komisia uvádza ešte jeden dôležitý prvok – jednotnú európsku bankovú reguláciu.

Tvorba kľúčovej bankovej legislatívy v EÚ má centrálny charakter, no jej implementácia a vypracovanie je v kompetencii členských krajín. Tento prístup tzv. „minimálnej harmonizácie“, spolu s ďalšími faktormi, môže brániť vyššej integrácii retailových bankových trhov. K vyššej harmonizácii (jednotnej interpretácii a implementácii spoločných regulačných smerníc na úrovni členských krajín) a efektívnejšiemu dohľadu nad cezhraničnými bankami má prispieť nový európsky rámec pre finančný dohľad, ktorý funguje od 1. januára 2011. Tento element bankovej únie je v porovnaní s ostatnými najpokročilejší, hoci aj tu sa realizované zmeny prejavujú v praxi až s istým časovým odstupom.

Spomínaný nový rámec pre finančný dohľad vo viacerých smeroch posilnil postavenie a právomoci troch európskych sektorových orgánov dohľadu, no zodpovednosť za každodenný dohľad nad fungovaním bánk a ostatných finančných inštitúcií zostala na národných úrovniach.⁴⁰ V prípade nadnárodných finančných inštitúcií

36 Účinnosť transmisie rozhodnutí menovej politiky cez úrokový kanál ovplyvňujú aj kapitálová pozícia a dostupnosť a cena zdrojov bánk, t. j. kanál bankových pôžičiek („*bank lending channel*“).

37 Opatrenia na posilnenie fiškálnej správy eurozóny, ktoré boli dohodnuté na úrovni hláv štátov EÚ na jeseň 2011 (tzv. „*six-pack*“) a na jar 2012 (Zmluva o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii) nie sú predmetom tejto prílohy. Súčasťou dohodnutých šiestich právnych noriem („*six-pack*“) na posilnenie fiškálneho a makroekonomickeho rámca eurozóny je aj Procedúra makroekonomických nerovnováh. Popisu tejto procedúry a jej aplikácii sa venuje A. Strachotová v prílohe Správy o finančnej stabilite k máju 2012.

38 MMF (2012).

39 ESM je v platnosti od júla 2012 a je to nástroj riešenia dlhových kríz suverénnych štátov.

40 Podrobnejšie v prílohe Správy o finančnej stabilite za 1. polrok 2010.



sa zodpovednosť za ich dohľad delí medzi tzv. domáci (v sídle materskej spoločnosti) a hosťovský (v sídle dcérskej spoločnosti alebo pobočky) orgán dohľadu. Aj v tomto prípade však nový režim posilňuje postavenie domáceho (skupinového) dohľadu na úkor hosťovského. Počas rokovaní o konečnej podobe nového rámca pre európsky dohľad viaceré členské krajiny (najmä tie s vyšším zastúpením zahraničných bánk na ich trhu) namietali proti výraznejšiemu posilneniu právomocí európskych a domácich orgánov dohľadu z dôvodu, že konečná zodpovednosť za finančnú stabilitu bola ponechaná na národné vlády. V porovnaní s uvedenou situáciou došlo vo veľmi krátkom čase k výraznému posunu postojov niektorých vlád v otázke centralizácie právomocí dohľadu. Dôvodom bolo najmä značné vyostrenie krízy v lete a na jeseň roku 2011 a potreba ráznejšej reakcie na tento negatívny vývoj.

Jedným z pilierov bankovej únie by teda mal byť centrálny orgán dohľadu s právomocou priamo dohliadať a monitorovať aktivity bánk. Prínosom takéhoto nadnárodného prístupu by malo byť odbúranie koordinačných problémov medzi domácim a hosťovským orgánom dohľadu napr. pri výmene informácií alebo pri rozhodovaní o opatreniach voči dohliadanému cezhraničnému subjektu. Inak povedané, národnými záujmami determinované nezdravé podnety pre ochranárske správanie voči domácim bankám, ignorovanie ich prílišného rizikového apetítu a odkladanie reštrukturalizačných opatrení zo strany národných orgánov dohľadu by sa malo eliminovať. Centrálny bankový dohľad tak podporí finančnú integritu a stabilitu na európskej úrovni.

Spoločná ochrana vkladov má napomôcť prerušeniu väzieb medzi finančnou kondíciou bánk a štátu. Má zamedziť odlevu vkladov z krajiny, ak finančná pozícia štátu je taká slabá, že medzi vkladateľmi vznikajú pochybnosti o jeho schopnosti splniť záväzky vyplývajúce z poistenia vkladov. Národný systém ochrany vkladov v členskom štáte eurozóny navyše nevie poskytnúť vkladateľom istotu, že ich vklady budú ochránené v mene euro za každých okolností.

Návrhu Európskej komisie na riešenie krízovej situácie bánk v EÚ sme sa podrobne venovali na inom mieste (Tózsér, 2011).⁴¹ Poukázali sme aj na jeden z podstatných problémov tohto návrhu, a to nízku flexibilitu a akcieschopnosť režimu

pre riešenie krízovej situácie cezhranične podnikajúcej (nadmárodnej) bankovej spoločnosti. Dôvodom je konečná zodpovednosť za finančnú stabilitu na národnej úrovni a chýbajúci *ex ante* systém pre zdieľanie fiškálnych nákladov medzi krajinami pri riešení krízovej situácie nadnárodnej spoločnosti v rámci EÚ. Ako ďalší nosný prvok bankovej únie sa navrhuje centrálny orgán pre riešenie krízovej situácie bánk, ktorý bude finančne podporený zo spoločných zdrojov. Aj v tomto prípade sa očakáva, že nadnárodný prístup zamedzí pôsobeniu nepriaznivej spätnej väzby medzi finančným systémom a štátom, podporí finančnú integráciu a zároveň zabezpečí efektívne riešenie krízovej situácie nadnárodných bánk.

1.3 RÔZNE ALTERNATÍVY BANKOVEJ ÚNIE⁴²

V polovici septembra 2012 Európska komisia (EK) zverejnila návrh znenia legislatívy, ktorá zabezpečí presun konkrétnych úloh v oblasti obozretného dohľadu úverových inštitúcií z národných orgánov dohľadu na ECB.⁴³ Európska komisia zároveň zverejnila svoju predstavu postupnosti konkrétnych krokov potrebných na vznik bankovej únie.⁴⁴ Hoci spoločný bankový dohľad nie je bezprostredne nevyhnutný pre zachovanie integrity eurozóny, ide o prvý krok pri budovaní bankovej únie v eurozóne. Mechanizmus jednotného dohľadu má zabezpečiť nestrannosť a kvalitu bankového dohľadu, čo je podmienka pre sfunkčnenie zdieľania nákladov na rekapitalizáciu bánk. Zdieľanie rizík/nákladov je z hľadiska zachovania celistvosti eurozóny a jednotného trhu rozhodujúce.

POKRYTIE BÁNK A ROZSAH BANKOVEJ ÚNIE

EK navrhuje, aby pod mechanizmus jednotného dohľadu, a tým aj do bankovej únie, patrili všetky banky eurozóny. Skúsenosti potvrdili, že finančnú stabilitu môžu ohroziť aj relatívne malé banky, nie len tzv. systémovo dôležité. Zároveň systém dohľadu, ktorý by kombinoval právomoci jednotného európskeho dohľadu voči vybranej skupine bánk a právomoci národných dohľadov voči inej skupine bánk, by umožňoval regulačnú arbitráž, narušil by konkurenčné prostredie a jeho efektívnosť vo vzťahu k cieľu eliminovať nepriaznivú spätnú väzbu medzi bankami a štátmi

41 Riešenie krízovej situácie banky („bank resolution“) predstavuje riadený bankrot banky so všetkými jeho následkami pre akcionárov a veriteľov, no s cieľom obmedziť jeho negatívny dopad na zvyšok finančného systému a reálnu ekonomiku.

42 Text tejto časti pri niektorých uvádzaných alternatívnych návrhoch pre bankovú úniu čerpá z práce Pisani-Ferry a kol., 2012.

43 Európska komisia: Proposal for a Council regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, 12. september 2012.

44 Európska komisia: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A roadmap towards a Banking Union, 12. september 2012.



by bola nízka. Otázkou ostáva, ako zvládne jeden orgán dohľadu na nadnárodnej úrovni svoje úlohy voči množstvu väčších a menších bánk eurozóny (vyše 6000 bánk). Návrh EK počíta s tým, že väčšinu príprav a implementáciu rozhodnutí ECB budú naďalej vykonávať národné orgány dohľadu.

Hlavným argumentom v prospech vzniku bankovej únie v eurozóne je dlhodobá udržateľnosť hospodárskej a menovej únie. V prípade EÚ 27 by týmto argumentom mohlo byť zachovanie a podpora jednotného európskeho trhu. Z praktického hľadiska je však vznik bankovej únie na úrovni celej EÚ v blízkej budúcnosti málo pravdepodobný. Podľa súčasného znenia Zmluvy o EÚ však budú o vzniku bankovej únie v eurozóne musieť jednomyselne rozhodnúť všetky členské krajiny EÚ (Lanoo, 2012). Pre stabilitu EÚ je preto prínosom, ak sa na diskusiách o podobe a funkciách bankovej únie zúčastňujú aj členské krajiny EÚ mimo bankovej únie (neparticipujúce krajiny) a v zodpovedajúcej miere sa prihládne na ich názor. Vzhľadom na existenciu zjavnej väzby medzi stabilitou eurozóny a zachovaním jednotného trhu EÚ (nie len finančného),⁴⁵ by malo byť v záujme všetkých členských krajín EÚ podporiť vznik bankovej únie minimálne na úrovni eurozóny v čo najkratšom čase. Zároveň však treba povedať, že banková únia je síce nutná podmienka pre efektívne fungovanie jednotného trhu, no nie postačujúca.

Aby sa zabránilo regulačnej arbitráži, rozdielnym konkurenčným podmienkam a celkovej divergencii medzi bankovými tržmi krajín v bankovej únii a vo zvyšku neparticipujúcej EÚ, bude dôležité zabezpečiť aj jednotnú (harmonizovanú) implementáciu spoločnej regulačnej legislatívy. Túto úlohu plní Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA). EK v tejto súvislosti zverejnila v septembri 2012 aj návrh novelizácie právnej normy, na základe ktorej EBA vznikla.⁴⁶ Zmeny sa týkajú najmä spôsobu rozhodovania o vybraných otázkach (porušenie zákona a riešenie rozporov) tak, aby konečné rozhodnutia čo najviac odzrkadľovali záujmy únie ako celku.

JEDNOTNÝ BANKOVÝ DOHĽAD

Ako už bolo vyššie uvedené, EK navrhuje za orgán centrálneho dohľadu v bankovej únii Európsku centrálnu banku. Počíta sa so vznikom tzv.

mechanizmu jednotného dohľadu (SSM), ktorý bude tvoriť ECB spolu s národnými orgánmi bankového dohľadu v eurozóne. S touto časťou návrhu existuje zhoda na strane členských krajín, no intenzívne diskusie stále prebiehajú najmä v oblasti dohľadacích právomocí ECB.

Podľa prvého návrhu EK by mala ECB niesť konečnú zodpovednosť za výkon špecifických funkcií obozretného dohľadu na mikroúrovni, t. j. bude napr. udeľovať a odnímať licencie pre činnosť úverových inštitúcií, vynucovať plnenie minimálnej kapitálovej primeranosti bánk, kontrolovať a vyžadovať primeranosť vlastných zdrojov vzhľadom na bankou podstupované riziká, nariaďovať tvorbu dodatočného kapitálového vankúša, vynucovať plnenie požiadaviek na finančnú páku a likviditu. Navrhuje sa, aby ECB vykonávala dohľad na konsolidovanom základe, mala právo vyžadovať od bánk uskutočnenie nápravných opatrení v prípade zistených nedostatkov a v spolupráci s orgánmi pre riešenie krízovej situácie mohla vykonávať opatrenia tzv. skorej intervencie ak hrozí, že banka poruší regulačné požiadavky na vlastný kapitál.

Predmetom diskusií sú aj právomoci národných orgánov dohľadu v rámci SSM. EK navrhla, aby aktívne zabezpečovali výkon rozhodnutí ECB, pripravovali podklady a odporúčania pre tieto rozhodnutia, vykonávali kontroly plnenia nariadení a opatrení ECB prostredníctvom dohľadu na mieste a ostali zodpovedné za všetky ostatné úlohy, ktoré nebudú prenesené na ECB (napr. ochrana spotrebiteľov, boj proti praniu špinavých peňazí, dohľad nad pobočkami bánk z tretích krajín a platobnými systémami). Sankčné právomoci majú byť rozdelené medzi ECB a národné orgány dohľadu.

Prvý návrh EK (zo septembra 2012) počítal so vznikom SSM od 1. januára 2013. Lídri EÚ a eurozóny na stretnutí Európskej rady 18. októbra 2012 vyzvali na dohodu o legislatívnom rámci pre SSM do 1. januára 2013. K spusteniu spoločného bankového dohľadu v eurozóne by teda malo dôjsť v priebehu roka 2013. ECB by mala mať možnosť na základe vlastného uváženia prebrať od dátumu spustenia zodpovednosť za dohľad nad ktoroukoľvek úverovou inštitúciou eurozóny, predovšetkým ak je táto príjemcom pomoci z verejných zdrojov. Zároveň sa navrhuje isté prípravné obdobie na prechod dohľadacích

⁴⁵ Podrobnejšie napr. v Åslund (2012).

⁴⁶ Európska komisia: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards its interactions with Council Regulation (EU) No .../... conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, 12. september 2012.



právomocí – systémovo významné banky by mali podliehať dohľadu ECB od 1. júla 2013 a najneskôr 1. januára 2014 by mali byť pod dohľadom ECB všetky banky so sídlom v eurozóne.

Dôvody pre návrh ustanoviť ECB ako inštitúciu spoločného bankového dohľadu v eurozóne sú také, že pre túto možnosť existuje právny základ v Zmluve o EÚ (článok 127(6)), ECB je nezávislou inštitúciou, silnou z hľadiska finančných zdrojov a potrebnej expertízy, má vysokú dôveryhodnosť a disponuje relevantnou (hoci v porovnaní s národnými orgánmi dohľadu zatiaľ výrazne slabšou) informačnou bázou o bankovom trhu a jeho subjektoch. Návrh EK rieši v literatúre často uvádzaný možný konflikt záujmov medzi cieľmi centrálnej banky v oblasti menovej politiky a finančnej stability oddelením rozhodovania v týchto oblastiach do separátnych orgánov inštitúcie.⁴⁷ Dohľad v ECB má byť rozpočtovo oddelený a aktivity dohľadu budú financované z príspevkov dohliadaných inštitúcií. Návrh EK počíta aj so zakotvením zodpovednosti ECB za aktivity pri výkone svojich dohliadacích funkcií voči Európskemu parlamentu a Rade. Novšie kompromisné návrhy počítajú so zodpovednosťou ECB v oblasti dohľadu aj voči národným parlamentom.

Proti ustanoveniu ECB ako orgánu dohľadu v rámci bankovej únie môžu stáť argumenty o ohrození jej nezávislosti a dôveryhodnosti, ak v dôsledku prípadných zlyhaní v oblasti dohľadu dôjde k nárastu politického tlaku na jej predstaviteľov, a o nadmernej kumulácii silných právomocí v jednej inštitúcii. ECB by nemala byť zodpovedná za riadenie krízovej situácie bánk v bankovej únii – táto úloha si môže vyžadovať použitie verejných zdrojov, a preto hrozí zvýšený tlak na jej nezávislosť. Alternatívnym riešením je založenie novej inštitúcie jednotného dohľadu mimo centrálnej banky, ktorá by zároveň plnila funkciu orgánu pre riešenie krízovej situácie bánk.

OCHRANA BANKOVÝCH VKLADOV

V júli 2010 EK zverejnila legislatívny návrh, ktorého cieľom je zvýšiť harmonizáciu, zdrojovo posilniť a zjednodušiť systém ochrany vkladov v EÚ.⁴⁸ EK o. i. navrhuje zriadenie nástroja dobrovoľného vzájomného požičiavania medzi národnými fondmi ochrany vkladov. Tento nástroj by

umožňoval fondu, ktorý bol vyčerpaný v dôsledku vyplácania náhrad za poistené vklady, požičať si prostriedky od fondu v inej členskej krajine. EK tento nástroj považuje za prvý krok k celoeurópskej schéme ochrany vkladov.

Prvou možnosťou pre organizáciu ochrany vkladov v bankovej únii môže byť paralelná existencia národných systémov a celoeurópskeho fondu pre ochranu bankových vkladov. V prípade, že národný fond ochrany vkladov (financovaný z príspevkov bánk) nepostačuje na vyplatenie nárokov vkladateľom, tieto záväzky budú splatené z národných a aj nadnárodných verejných zdrojov. Vzájomný pomer domácich a spoločných fiskálnych zdrojov bude *ex ante* stanovený pre všetky členské krajiny bankovej únie rovnako. Z hľadiska formovania podnetov pre dokonalé monitorovanie by tento model mal význam v prípade, že časť bánk (napr. lokálne podnikajúce) by ostala pod národným dohľadom. Pre úplnú dôveryhodnosť takéhoto modelu poistenia vkladov v bankovej únii je však potrebná aj existencia komunitného rozpočtového krytia pre celoeurópsky fond ochrany vkladov. Alternatívne môže byť nadnárodný poistný fond vopred vyfinancovaný z národných fiskálnych zdrojov s tým, že výška ročného odvodu by neskôr závisela od incidencie čerpania zdrojov z tohto fondu v predošlom období.

Ak by banková únia pokrývala všetky banky členských krajín a právomoc dohľadu a regulácie by bola výlučne v kompetencii centra, ochrana vkladov by mohla mať komunitný (spoločný) charakter (t. j. existencia jedného centrálneho systému financovaného z príspevkov bánk). Podmienkou však je paralelné budovanie fiškálnej únie, t. j. spoločné zdieľanie potenciálnych nákladov pre dôveryhodnú fiškálnu podporu spoločného fondu ochrany vkladov.

RIEŠENIE KRÍZOVEJ SITUÁCIE BÁNK

EK vypracuje návrh pre jednotný mechanizmus riešenia krízovej situácie bánk v bankovej únii po tom, ako členské krajiny EÚ dosiahnu dohodu o existujúcom návrhu pre riešenie krízovej situácie bánk z júna 2012 (pozn. č. 53). Vyššie sme naznačili, že ECB nie je vhodným kandidátom na orgán riešenia krízovej situácie bánk pre bankovú úniu. Dôvodom je aj to, že táto úloha potenciálne zahŕňa distribúciu nákladov nie len

⁴⁷ Najnovšie poznatky smerujú skôr k úvahám o spôsobe zosúladenia funkcií menovej a finančnej stability v centrálnych bankách.

⁴⁸ Európska komisia: Proposal for a Directive .../.../EU of the European Parliament and of the Council on Deposit Guarantee Schemes, 12. júl 2010. Návrh smernice je stále predmetom rozhodovania v relevantných orgánoch EÚ.



medzi akcionármi a veriteľmi upadajúcich bánk, daňovníkmi a ostatnými bankami, ale aj medzi členskými štátmi. Takéto rozhodnutia v záujme zabezpečenia ich demokratickej legitimity prínáležia len voleným politickým predstaviteľom a môžu byť delegované len na nezávislú inštitúciu s obmedzeným mandátom, pravidlami fungovania a zodpovednosťou voči občanom. Centrálna banka síce je takouto inštitúciou, no jej legitimita je odvodená z jej obmedzeného mandátu v oblasti cenovej stability.

Najschodnejším riešením sa javí vytvorenie novej inštitúcie, ktorá by mohla byť totožná s inštitúciou zodpovednou za európske poistenie bankových vkladov. Z toho vyplýva, že aj alternatívy pre model financovania mechanizmu riešenia krízovej situácie by mohli byť analogické ako v prípade poistenia vkladov.

Ako sme vyššie uviedli, európske poistenie vkladov a riešenie krízovej situácie bánk v rámci bankovej únie môžu generovať nároky na verejné zdroje. Dôležitou podmienkou dôveryhodnosti bankovej únie pritom je, aby prístup k týmto spoločným zdrojom bol za každých okolností promptne zabezpečený. Z toho vyplýva, že banková únia súčasne vyžaduje aj fiškálnu úniu.⁴⁹ Inými slovami bude potrebné zabezpečiť zodpovedajúcu formu transferu zdrojov medzi krajinami menovej únie. Z priestorových dôvodov sa tejto téme hlbšie nevenujeme.⁵⁰

1.4 DOPADY BANKOVEJ ÚNIE NA SLOVENSKO

O konečnej podobe bankovej únie zatiaľ nebolo rozhodnuté a rokovania odborných skupín a vládnych predstaviteľov pokračujú. Keďže mnohé detaily jej fungovania nie sú zatiaľ známe, nie je možné presne analyzovať jej dopady na Slovensko.

V podmienkach malej otvorenej ekonomiky so silným zastúpením zahraničných finančných spoločností strata priamej kontroly nad bankovým sektorom vyvoláva obavy. Dôvodom môže byť napr. to, že idiosynkratické negatívne šoky na našom trhu nemusia vyvolať adekvátne nápravné reakcie príslušných centrálnych orgánov a problémy v bankových sektoroch veľkých a systémovo významných krajín sa môžu

riešiť na úkor stability nášho trhu a ekonomiky, ktoré sú relatívne málo významné pre eurozónu ako celok. Z uvedených dôvodov Slovensko pri rokovaní presadzuje zakotvenie princípu rovnovážneho prístupu v bankovej únii, t. j. finančná stabilita časti celku (dcérska banka, národná úroveň) by mala mať rovnakú váhu ako celok (banková skupina, európska úroveň). Slovensko je tiež v skupine krajín, ktorá presadzuje umiestnenie rozhodovacích právomocí v oblasti makroprudenciálnej politiky (napr. rozhodovanie o dodatočných proticyklických kapitálových požiadavkách) na národnej úrovni.

Z návrhu pre jednotný bankový dohľad v eurozóne, vyplýva, že národné orgány dohľadu síce stratia dôležité rozhodovacie právomoci v oblasti obozretného dohľadu, no stále sa budú môcť do istej miery podieľať na rozhodnutiach ECB v daných veciach.⁵¹ SSM by mal fungovať v decentralizovanom režime, t. j. národné dohľady budú poskytovať podklady pre rozhodnutia ECB. Je to dané tým (a EK to vo svojom návrhu zohľadnila), že národné dohľady majú lepší prehľad o dianí na trhoch a stave úverových inštitúcií na príslušných národných úrovniach. Obmedzenie národnej suverenity pri rozhodovaní sa však môže prejavovať v prípade konfliktu medzi domácim (v mieste sídla matky) a hostovským dohľadom (v mieste sídla dcéry). V bankovej únii rolu obidvoch bude zastávať ECB a výsledok riešenia názorového rozdielu bude daný rozhodnutím ECB, ktorá môže mať skôr (skupinovú) perspektívu domáceho dohľadu (v mieste sídla matky).

Mieru schopnosti NBS (aj nepriamo) ovplyvňovať dianie v domácom bankom sektore bude určovať aj to, či si po spustení bankovej únie významné domáce banky zachovávajú právnu formu akciových spoločností (dcér), alebo sa transformujú na pobočky zahraničných bánk. Centrálny dohľad, harmonizovaná regulácia a spoločná ochrana vkladov budú pre nadnárodné bankové skupiny vytvárať podnety smerom k transformácii ich zahraničných dcér na pobočky. V tomto prípade by sa zrejme vplyv domácej bankovej politiky ešte viac oslabil (pobočky napr. nedisponujú vlastným kapitálom, len zverenými zdrojmi od materskej inštitúcie). Na druhej strane, rastúca konkurencia medzi bankami môže vytvárať opačný tlak, keďže dcérske spoločnosti sú pre klientov transparentnejšie a prispievajú k ich vyššej istote než zahraničné pobočky.

49 Pisani-Ferry a kol. (2012) nepovažujú riešenie na spôsob ESM (ex ante zdieľanie nákladov medzi krajinami na základe zvoleného kľúča, napr. výšky HDP na hlavu) za ideálne z hľadiska budovania dôveryhodnej bankovej únie z dôvodu, že uvoľnenie prostriedkov je závislé od súhlasu národných parlamentov. Naopak, Rada INET pre krízu v eurozóne (2012) počíta pri zdieľaní fiškálnych nákladov bankových kríz najmä s využitím ESM a pre stabilizáciu eurozóny nepokladá za nevyhnutné zriadenie permanentného mechanizmu pre fiškálne transfery.

50 Téma fiškálnej integrácie v eurozóne sa venuje napr. MMF (2012) v časti 2.

51 Zástupca Slovenska bude prítomný v hlavnom rozhodovacom orgáne. Zatiaľ však neexistuje definitívna dohoda o spôsobe hlasovania v tomto orgáne.



Najväčšie domáce politické výhrady voči bankovej únii plynú z obáv, ktoré súvisia s návrhom riešenia krízovej situácie bánk. Návrh európskej smernice pre riešenie krízovej situácie úverových inštitúcií ustanovuje, že na riešenie prípadných finančných problémov časti finančnej skupiny bude možné za určitých predpokladov použiť zdroje jej inej časti v zahraničí.⁵² Ak by sa v rámci bankovej únie postupovalo v duchu ustanovení uvedeného návrhu smernice, existuje riziko prelievania finančných problémov medzi krajinami.⁵³ Na jednej strane, veľkosť tohto rizika nie je teraz možné odhadnúť vzhľadom na nedostatok detailov napr. o spôsobe rozhodovania v orgánoch európskej inštitúcie riešenia krízovej situácie bánk a na strane druhej, obavy a výhrady sú do veľkej miery ovplyvnené v súčasnosti podstatne horším stavom bánk v západnej Európe v porovnaní s bankami na Slovensku, pričom banky na Slovensku už prešli veľmi nákladným ozdravením z domácich fiškálnych zdrojov v rokoch 1999 a 2000.

ZÁVER

Finančná kríza v eurozóne viedla k rozdrobeniu finančných trhov, čo sa najvýraznejšie prejavilo v druhom polroku 2011. Táto skutočnosť výrazne oslabuje homogénnu transmisiu menovopolitických opatrení ECB v eurozóne. Strácajú sa tiež ekonomické prínosy z hlbšej integrácie finančných trhov v predkrízovom období. Dôvodom tohto vývoja sa javia byť zásadné nedostatky v konštrukcii menovej únie pri jej vzniku.

Jedným z dohodnutých nápravných opatrení je aj vznik bankovej únie. Tvoriť by ju mali štyri piliere: spoločné poistenie bankových vkladov, jednotný mechanizmus riešenia krízovej situácie bánk a bankového dohľadu a harmonizovaná finančná regulácia. Od bankovej únie sa očakáva najmä posilnenie neustrannosti dohľadu, zvýšenie efektívnosti dohľadu a riešenia krízovej situácie nadnárodných európskych bánk a celková finančná stabilizácia menovej únie. Miera naplnenia týchto cieľov bude závisieť aj od výslednej podoby bankovej únie. Tú určia politické rozhodnutia, ktoré sú zložité, pretože vznik funkčnej bankovej únie predpokladá spoločné zdieľanie rizík a vzdanie sa časti národnej suverenity v prospech európskych inštitúcií.

Dopad bankovej únie na Slovensko je ťažké odhadnúť vzhľadom na to, že jej konečná podoba

dnes nie je známa. Zatiaľ sa zdá, že NBS stratí časť suverenity v oblasti obozretného dohľadu bánk. Obmedzenie konečných rozhodovacích právomocí NBS prináša riziká pre Slovensko najmä z titulu jeho relatívne malého ekonomického významu z hľadiska eurozóny ako celku. Zvlášť v súčasnej situácii, keď pozícia zahraničných bánk je slabšia než bánk na Slovensku, sú tieto riziká vyššie. Dôležité pre veľkosť vplyvu NBS na domáci bankový sektor bude aj to, do akej miery bude banková únia vytvárať podnety pre nadnárodné európske banky k transformácii ich zahraničných dcérskych spoločností na pobočky. Na druhej strane, ak banková únia podporí finančnú stabilitu a integritu eurozóny ako celku, obmedzia sa tým riziká, realizácia ktorých by mala veľmi nepriaznivé dopady na Slovensko. Snahou predstaviteľov štátu pri rokovaníach o jednotlivých aspektoch bankovej únie by malo byť predovšetkým zachovanie proporcionality medzi právomocami a (finančnou) zodpovednosťou v oblasti stability bankového sektora.

Literatúra

Åslund, A.: Why a breakup of Euro area must be avoided: lessons from previous breakups. *Peterson Institute for International Economics, policy brief No. PB12-20*, august 2012.

Bazilejský výbor pre bankový dohľad: Global systemically important banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement. *Bank for International Settlements*, november 2011.

ECB: Financial integration in Europe. *Európska centrálna banka*, apríl 2012.

Európska komisia: Communication from the Commission to the European Parliament and the Council – A Roadmap towards a Banking Union, 12. september 2012.

Európska komisia: Návrh smernice Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností a ktorou sa menia a dopĺňajú smernice Rady 77/91/EHS a 82/891/ES, smernice 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES a 2011/35/ES a nariadenie (EÚ) č. 1093/2010, jún 2012.

Európska komisia: Proposal for a Council Regulation conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, 12. september 2012.

Európska komisia: Proposal for a Directive .../.../EU of the European Parliament and of the Council on Deposit Guarantee Schemes, 12. júl 2010.

Európska komisia: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards its interactions with Council

52 Články 17 až 23 Návrhu smernice Európskeho parlamentu a Rady, ktorou sa stanovuje rámec pre ozdravenie a riešenie krízových situácií úverových inštitúcií a investičných spoločností.

53 Aj keď príslušné ustanovenia návrhu smernice celkom logicky umožňujú finančnú pomoc jednej časti skupiny druhej len ak „sa finančnou podporou neohrozujú likvidita alebo platobná schopnosť subjektu, ktorý poskytuje podporu, ani v dôsledku toho nevzniká hrozba pre finančnú stabilitu“ (článok 19, bod e), tento fakt môže byť v praxi ťažké posúdiť ex ante.



- Regulation (EU) No .../... conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, 12. september 2012.
- Lanoo, K.: The road to banking union: a call for consistency. *CEPS commentary*, august 2012.
- MMF: Euro area policies: 2012 article IV consultation – selected issues paper. *IMF country report No. 12/182*, júl 2012.
- Pisani-Ferry, J., Sapir, A., Veron, N., Wolff, G B.: What kind of European banking union? *Bruegel policy contribution 2012/12*, jún 2012.
- Rada INET pre krízu v eurozóne: Breaking the deadlock: a path out of the crisis. *Institute for New Economic Thinking*, júl 2012.
- Tózsér, T.: Riešenie krízovej situácie bánk v podmienkach EÚ. *Biatec* č. 10, roč. 19, december 2011.



2 VÝVOJ REÁLNYCH PRÍJMOV V EKONOMIKE SR

ANNA STRACHOTOVÁ⁵⁴

Na výkonnosť slovenskej ekonomiky sa zvykne pozerieť zvyčajne optikou vývoja vytvoreného objemu produkcie v stálych cenách, ktorú meria reálny HDP. Dáta z národných účtov umožňujú ale hodnotiť ekonomiku aj inými konceptmi príjmu, ktoré vychádzajú z ukazovateľa HDP, ale zohľadňujú aj ďalšie aspekty ekonomického vývoja, akými sú zmeny v potenciáli reálnej kúpnej sily príjmov. Tieto zmeny vznikajú z pohybov relatívnych cien, bilanciou príjmov medzi domácou ekonomikou a zahraničím a spotrebou kapitálu (odpismi), ktorý sa v procese výroby opotreboval a musí byť nahradený.

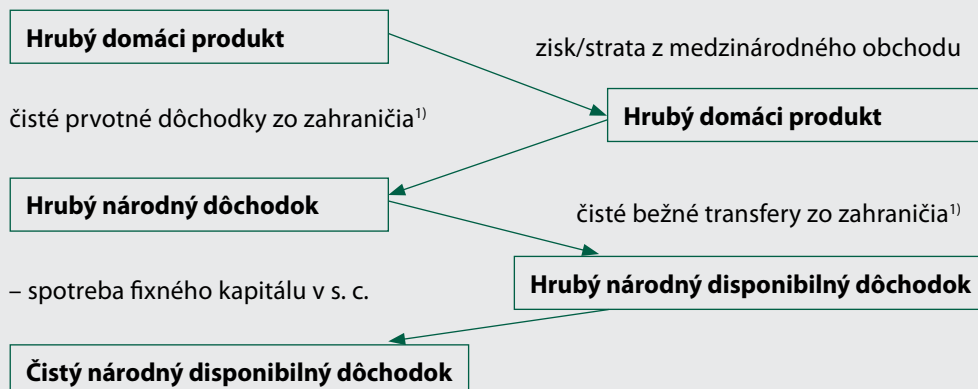
Alternatívne ukazovatele ekonomickej výkonnosti poskytujú mierne odlišnú informáciu a môžu naznačiť dôležité dlhodobější trendy. Za obdobie rokov 2000 – 2011 reálny HDP vzrástol o takmer 65 %, reálny rast príjmov slovenských rezidentov, meraný ukazovateľom čistého národného disponibilného dôchodku však vzrástol len o 49 %. Nepriaznivý vývoj cenových relácií medzi vývozom a dovozom dlhodobo pretrváva a vytvára slovenskej ekonomike stratu zo zahraničného obchodu, čo značí určitý pokles kúpnej sily príjmov domácich subjektov. Liberalizácia pohybu kapitálu a stratégia

rastu založená na budovaní výrobných kapacít zahraničnými investormi znamená čistý odlev prvotných dôchodkov (dividend, úrokov) do zahraničia. Bilancia bežných transferov je od roku 2005 tiež záporná. Taktiež potreba obnovovať fixný kapitál redukuje rast reálneho príjmu, ktorý majú slovenské ekonomické subjekty k dispozícii. Relatívny pokles reálnych príjmov voči vytvorenému objemu produkcie (HDP) by mohol naznačovať jeden z dôvodov nízkeho domáceho dopytu SR.

ŠÚ SR publikuje údaje o väčšine príjmových indikátoroch v bežných cenách. Výnimkou je hrubý domáci dôchodok, ktorý je len reálnym konceptom. Pre jeho výpočet je potrebné vyjadriť zisk/stratu zo zahraničného obchodu, ktorá vzniká zo zmeny kúpnej sily príjmov vplyvom zmien relatívnych cien vývozu a dovozu.

Výpočet zisku/straty z obchodu umožňuje odhadnúť ďalšie agregáty reálneho príjmu. Postupne sú k reálnemu hrubému domácejmu dôchodku pripočítané čisté toky príjmov medzi rezidentmi a nerezidentmi,⁵⁵ čím prichádza ku zmene konceptu – z domáceho na národný. Posledným krokom je odpočítanie spotreby kapitálu potrebného na tvorbu budúcej produkcie.

Spôsob odvodenia alternatívnych ukazovateľov reálnych dôchodkov:



¹⁾ Prevedené do stálych cien pomocou deflátoru hrubých domácich konečných výdavkov.

⁵⁴ Prezentované názory sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

⁵⁵ Kúpna sila týchto tokov príjmov je vyjadrená cenovým deflátorom hrubých domácich konečných výdavkov.

POHYBY RELATÍVNYCH CIEN VÝVOZU A DOVOZU

Vplyv pohybu relatívnych cien vývozu a dovozu – výmenných obchodných relácií – je možné merať viacerými spôsobmi. Tradične sa používa pomer implicitných cenových deflátorov vývozu a dovozu. Zmena výmenných relácií má vplyv na vývoj reálnych príjmov, ktorý ukazovateľ reálneho HDP nezachytáva. Ak sa výmenné relácie zlepšujú (ceny vývozov rastú rýchlejšie ako ceny dovozov) objem dovozu, ktorý môže byť nakúpený za daný objem vývozu sa zvyšuje, čo pre danú ekonomiku znamená rast jej reálnej kúpnej sily. Zhoršenie výmenných relácií má opačný efekt – do domácej spotreby a tvorby investícií môže byť alokovaný nižší objem dovezených tovarov a služieb.

Vplyv výmenných relácií na reálne príjmy vyjadruje ukazovateľ zisk/strata zo zahraničného obchodu. Tento ukazovateľ sa v Systéme národných účtov meria ako rozdiel medzi vývozom a dovozom deflovaný spoločným cenovým indexom a vývozom a dovozom, ktoré sú prevedené do stálych cien každý zvlášť samostatným (rozdielnym) cenovým indexom. Ako spoločný cenový index môžu byť použité rôzne deflátoary, v závislosti od predpokladu, kam by smerovala ziskaná (resp. stratená) kúpna sila. Predpokladáme, že dodatočný príjem by smeroval do tvorby domáceho dopytu, preto používame deflátor konečnej domácej spotreby.

$$T_{DD} = (X-M)/P_{DD} - (X/P_X - M/P_M) \quad (1)$$

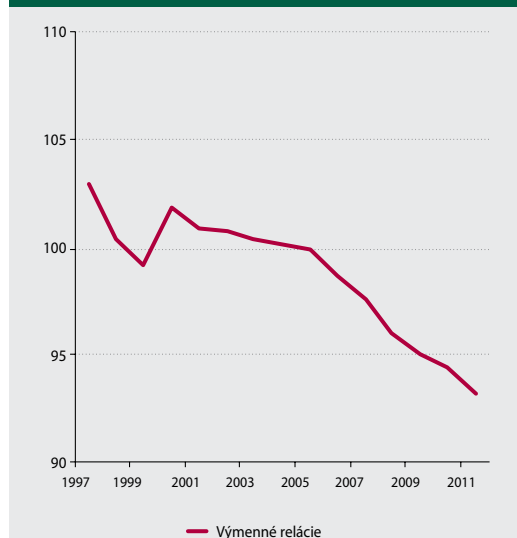
Kde T_{DD} je zisk/strata zo zahraničného obchodu, X je vývoz v bežných cenách, M je dovoz v bežných cenách, P_{DD} je deflátor konečnej domácej spotreby, P_X je cenový index vývozov a P_M je cenový index dovozov.

Keďže ekonomika Slovenska vykazuje dlhodobé zhoršovanie výmenných relácií (graf 76), reálne príjmy boli pohybom relatívnych cien vývozu a dovozu ovplyvňované prevažne negatívne, pričom po roku 2005 sa tento negatívny efekt zintenzívnil (graf 77).

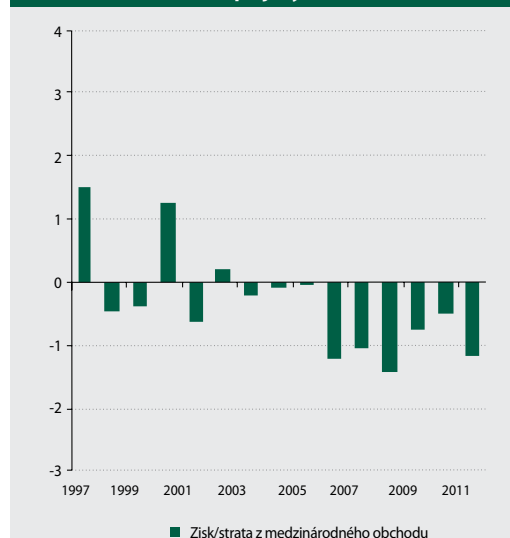
VPLYV VÝMENNÝCH RELACIÍ NA REDISTRIBÚCIU PRÍJMOV V EKONOMIKE

Efekt výmenných relácií (či už pozitívny alebo negatívny) sa môže prenášať do príjmov výrobných faktorov, t. j. práce a kapitálu v rozdielnej miere, v závislosti od toho, ako sa na hrubom domácom dôchodku podieľajú odmeny zamestnancov a zisky korporátneho sektora.

Ak je záťaž straty kúpnej sily (zo zhoršených výmenných relácií) rozdelená rovnomerne medzi domácnosti a korporácie, reálne mzdy zamestnancov rastú v rovnakej miere ako produktivita práce, upravená o vplyv výmenných relácií. Takúto mieru rastu miezd označíme ako „neutrálnu

Graf 76 Vývoj výmenných relácií SR (index, 2005 = 100)


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Graf 77 Vplyv zisku/straty z medzinárodného obchodu na reálne príjmy (% HDP)


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

mieru rastu miezd“. V tomto prípade sa reálne jednotkové náklady práce medziročne nemenia.

$$ULC = \frac{w/P}{Y/L} = \frac{wL}{PY} = \frac{\frac{w}{P_{DD}}}{\frac{Y}{L} \frac{P}{P_{DD}}} \quad (2)$$

$$\Delta ULC = 0 \text{ keď } \Delta \left(\frac{w}{P_{DD}} \right) = \Delta \left(\frac{Y}{L} \frac{P}{P_{DD}} \right) \quad (3)$$

Kde:

$\frac{w}{P_{DD}}$ predstavuje rast reálnych odmien zamestnanca

(vo vzťahu k cenám domáceho dopytu)

$\frac{Y}{L}$ rast reálnej produktivity práce

$\frac{P}{P_{DD}}$ vplyv výmenných relácií na kúpnu silu

domácich príjmov prostredníctvom zmeny

domácich cien P (deflátor HDP), ktoré sú vyvolané pohybom cien dovozov (obsiahnutých v deflátoe cien domáceho dopytu P_{DD})

Z grafu 78 vyplýva, že reálne mzdy sa s výnimkou „prestrelenia“ v rokoch 2005 a 2009 výraznejšie neodchýlili od neutrálneho rastu miezd. Obdobia, keď mzdy rástli pomerne nižšie, než by dovoľoval rast produktivity práce, vytvorili

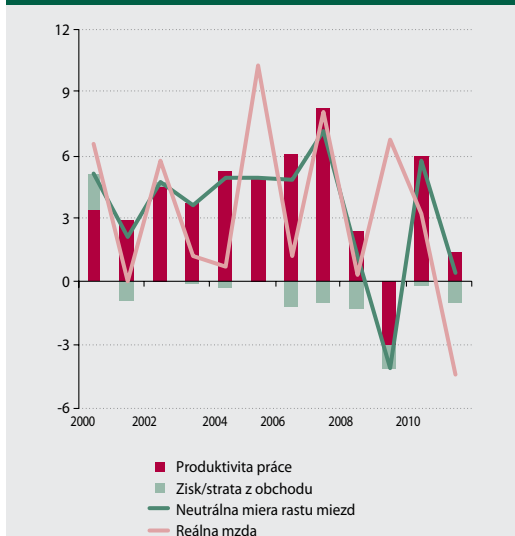
podnikovému sektoru priestor na zvyšovanie podielu ziskov na vytvorenej pridanej hodnote. Kumulovaný rast miezd od roku 2001 naznačuje, že zamestnanci znášali negatívny vplyv straty z obchodu vo vyššej miere ako korporátny sektor.

TOKY DŮCHODKOV MEDZI DOMÁCOU EKONOMIKOU A ZAHRANIČÍM

Výška reálnych príjmov rezidentov ekonomiky závisia taktiež od pohybu prvotných dôchodkov (kompenzácií zamestnancov a príjmov z majetku) vo vzťahu k zahraničiu. Domáci investori, ktorí nakupujú aktíva v iných krajinách, získavajú zo svojich investícií príjmy – toky dividend a úrokov. Podobne aj zahraniční investori získavajú výnosy zo svojich investícií na Slovensku. Bilancia týchto tokov (vrátane pracovných príjmov – kompenzácií zahraničných zamestnancov) po odpočítaní od hrubého domáceho dôchodku tvorí hrubý národný dôchodok (HND).

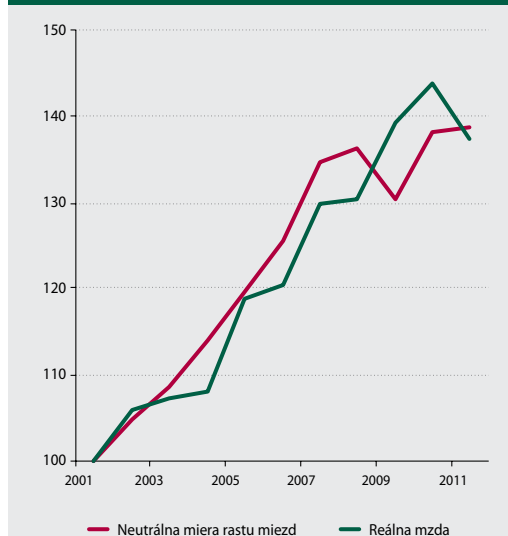
Na bežnom účte platobnej bilancie sú v bilancii čistých transferov (vlády a súkromného sektora) zaznamenávané pohyby dôchodkov, ktoré súvisia s procesmi druhotného rozdelenia medzi zahraničím a domácou ekonomikou⁵⁶. Po odpočítaní týchto tokov od hrubého národného dôchodku získame hrubý národný disponibilný dôchodok (HNDD).

Graf 78 Vývoj reálnej mzdy (medziročná zmena v p. b.)



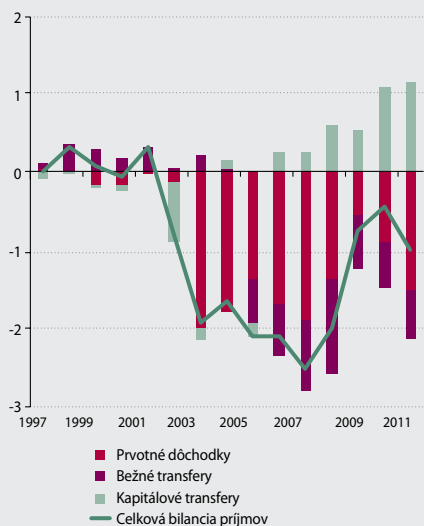
Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Graf 79 Vývoj reálnej mzdy (index, 2001 = 100)



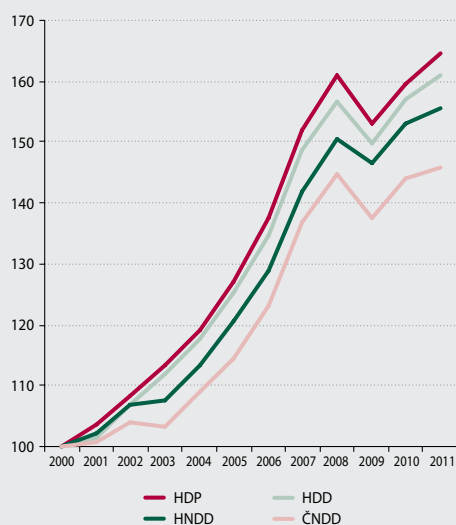
Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

⁵⁶ Napríklad transfery týkajúce sa medzinárodnej spolupráce medzi verejnými správami (príspevky platené Slovenskom medzinárodným inštitúciám), platby bežných daní z dôchodkov a majetku, remitancie pracovníkov, poisťné nároky voči poisťovniam neživotného poistenia.

**Graf 80 Bilancia tokov príjmov SR
zo zahraničím (mld. EUR)**


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

Bilancia bežných transferov však nezachytáva prostriedky, ktoré SR získava zo štrukturálnych fondov, tieto sú vykazované ako kapitálové transfery na kapitálovom účte platobnej bilancie. Čerpanie týchto prostriedkov má v posledných rokoch rastúcu tendenciu a čiastočne tak kompenzuje čistý odlev prvotných dôchodkov a bežných transferov.

**Graf 81 Vývoj reálnych príjmov (index,
2000 = 100)**


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

SPOTREBA FIXNÉHO KAPITÁLU

Ukazovateľ HDP nezohľadňuje opotrebovávanie zásoby fixného kapitálu vo výrobnom procese. Týmto nadhodnocuje hodnotu produkcie, ktorá sa v skutočnosti vytvára bez znižovania produkčnej kapacity ekonomiky v budúcnosti. Aby sa udržiavala produkčná kapacita ekonomiky, je potrebné tento opotrebovaný kapitál nahrádzať.

Reálny príjem, ktorý ostáva v ekonomike po uhradení nákladov na obnovu fixného kapitálu je čistý národný disponibilný dôchodok (ČNDD). Tento predstavuje maximálny objem produkcie, ktorá sa môže použiť na spotrebu pri udržiavaní nezmenenej produkčnej kapacity krajiny.

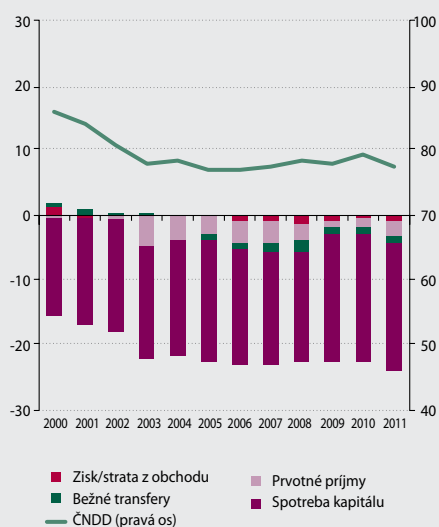
Vývoj jednotlivých ukazovateľov reálnych príjmov od roku 2000 a rozdiely v raste reálneho HDP a reálneho ČNDD ilustrujú grafy 81 a 82. Rast najvyššieho ukazovateľa reálnych príjmov – ČNDD – zaostáva za rastom HDP. V období od roku 2000 do roku 2011 to bolo v priemere o 0,9 percentuálneho bodu ročne (4,6 % oproti 3,7 %). Hlavným zdrojom znižovania rastu reálneho príjmu je postupne rastúca spotreba fixného kapitálu, ale aj ostatné komponenty mali v prevažnej miere negatívny vplyv. Výsledkom je relatívny pokles reálneho ČNDD voči HDP.

**Graf 82 HDP a ČNDD (medziročná zmena,
%)**


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.



Graf 83 Vývoj reálneho čistého národného disponibilného dôchodku (% HDP)



Zdroj: Výpočty NBS.

Vzhľadom na spomaľovanie rastu HDP a problémom s tvorbou domáceho dopytu by tento relatívny pokles reálnych dôchodkov mohol naznačovať jeden z dôvodov nízkeho domáceho dopytu SR.

Literatúra

Mora, Marek Terms of trade effects in catching – up economies: the case of the Czech Republic, ECFIN Country Focus 4/2006.

United Nations: System of National Accounts (SNA) 2008, New York, 2009.

3 VPLYV HOSPODÁRSKEHO CYKLU NA LIKVIDITU BÁNK

MICHAL BENČÍK, FRANTIŠEK HAJNOVIČ⁵⁷

Úvod

Likvidita bánk predstavuje významný predpoklad stability bankového sektora. Jej význam pre finančnú stabilitu zvýraznila aj súčasná kríza. Je preto dôležité poznať tie vzťahy a faktory, ktoré majú na likviditu, najmä v najkratších splatnostiach, vplyv.

Predmetom tejto **empiricky zameranej štúdie** sú zmeny v časovej štruktúre na strane aktív a pasív a medzery v splatnosti počas hospodárskeho cyklu v oblasti najkratších splatností. Predpokladáme, že okrem hospodárskeho cyklu časovú štruktúru aktív a pasív a likvidnú medzeru v oblasti najkratších splatností ovplyvňovala štruktúra súvahy na strane aktív a na strane pasív a zmeny tejto štruktúry.

Údaje, ktoré analyzujeme zahŕňujú vstup Slovenska do eurozóny, a preto si v empirickej analýze kladieme tiež otázku, či tento vstup nespôsobil zmeny v riadení krátkodobej likvidity, o. i. či sa nezmenil vplyv hospodárskeho cyklu na likviditu bánk v krátkych splatnostiach. V tejto analýze neuvažujeme vplyv štruktúry a jej zmien v pod-súvahe, hoci sa domnievame, že existuje. Špecifikácia ich vplyvu si vyžaduje ďalšie skúmanie. V analýze využívame agregované mesačné údaje za banky na Slovensku spolu.

Dostupných prác, ktoré analyzujú podobné otázky je málo. Aj preto v tejto štúdií kladieme dôraz na formuláciu a empirické overenie vlastnej hypotézy. Jej jednotlivé prvky uvádzame v časti 1, kde sa zaoberáme aj úpravou údajov. Výsledky stručne komentujeme v časti 2. V časti 3 sa vyjadrujeme k stabilite odhadov v súvislosti so vstupom do eurozóny a s krízou.

3.1 VÝCHODISKOVÝ MODEL, ÚDAJE A ZVOLENÝ POSTUP EMPIRICKEJ ANALÝZY

3.1.1 HYPOTÉZA

Východisková hypotéza pre analýzu vývoja krátkodobej likvidity v podmienkach bankového

sektora na Slovensku spočíva v predpoklade, že zmeny krátkodobej likvidity súvisia so zmenami hospodárskeho cyklu a so zmenami v štruktúre bilancie bánk.

V empirickej časti analýzy predpokladáme, že prevažujúci smer vplyvu ide od zmien hospodárskeho cyklu a od zmien v štruktúre bilancie k zmenám likvidity, hoci je pravdepodobné, že niektoré zmeny v bilancii vyplývajú z realizácie cieľov alebo potreby zmien likvidity.

Úroveň likvidity – jej (dlhodobý) cieľ vyjadrujeme pomocou dlhodobej časti chyby opravujúceho modelu. Zmeny v krátkodobej likvidite sú spôsobované, okrem návratu k dlhodobému cieľu, krátkodobými zmenami v bilancii a zmenami v nadväzujúcich splatnostiach bilancie (častočné prelievanie, presuny, krátkodobej likvidity medzi susednými pásmami splatnosti).

Formálne je možné uvedené predpoklady vyjadriť pomocou nasledujúceho všeobecného tvaru modelu:

$$\Delta(\text{lik})_t = -c * (\text{lik}_{t-1} - \text{lt}(\text{lik})_{t-1}) + \text{st}(\text{lik})_t \quad (1)$$

kde *lik* je čistá pozícia v danej splatnosti (podiel na celkových aktívach), *lt* označuje dlhodobú úroveň (cieľ, zámer) a *st* označuje krátkodobé vplyvy (šoky) na čistú pozíciu v danej splatnosti.

Dlhodobá úroveň závisí na cyklickej pozícii ekonomiky (produkčnej medzere), na štruktúre bilancie⁵⁸ na strane aktív a pasív a na zmenách podielov aktív a pasív v susedných splatnostiach. Krátkodobé vplyvy sú dané zmenami týchto faktorov.

Čistá pozícia v danej splatnosti predstavuje rozdiel medzi podielom aktív *qA* v danej splatnosti a podielom pasív *qL* v danej splatnosti. Vo všeobecnosti – ako sa potvrdilo aj v empirickej analýze – sú tieto podiely určené podobnými vzťahmi ako (1):

$$\Delta(qA)_t = -cA * (qA_{t-1} - \text{lt}(qA)_{t-1}) + \text{st}(qA)_t \quad (2)$$

⁵⁷ Prezentované názory sú názormi autorov a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.
⁵⁸ Štruktúrou bilancie tu rozumieme podiely jednotlivých druhov súvahových aktív a pasív bánk na celkových aktívach z hľadiska vzťahov k centrálnej banke, k ostatným bankám, klientom, štátnym dlhopisom a pod.



$$\Delta(qL)_t = -cL * (qL_{t-1} - lt(qL)_{t-1}) + st(qL)_t \quad (3)$$

a zmeny v likvidite (čistej pozícii) v danej splatnosti sú určené ako rozdiel uvedených podielov na strane aktív a pasív:

$$\Delta(lik)_t = \Delta(qA)_t - \Delta(qL)_t = -cA * (qA_{t-1} - lt(qA)_{t-1}) + st(qA)_t - (-cL * (qL_{t-1} - lt(qL)_{t-1}) + st(qL)_t) \quad (4)$$

Vzťahy (2 a 3) vyjadrujú všeobecnejšiu hypotézu, ako je tá, ktorú sme vyjadrili na začiatku tejto časti štúdie. Hovorí, že banky formujú časovú štruktúru aktív a pasív osobitne (v závislosti na ekonomickom cykle a štruktúre bilancie) a čisté pozície podľa splatnosti určujú ako rozdiel aktív a pasív. Je ale zrejmé, že vzťah (4) môžeme upraviť do tvaru (1) a teda v súlade s našou pôvodnou hypotézou, formulovanou v úvode tejto časti, pričom ako faktory čistej pozície budú vystupovať tak faktory aktív, ako aj faktory pasív. Rozdiel – a výhoda empirickej analýzy zmien v časovej štruktúre aktív a pasív podľa vzťahov (2) a (3) spočíva v tom, že je všeobecnejšia. Umožňuje, okrem exaktnejšieho zachytenia jednotlivých vplyvov, vyjadriť aj prípadnú vzájomnú podmienenosť (simultánnosť) časovej štruktúry aktív a časovej štruktúry pasív. S tou však v tejto fáze empirickej analýzy neuvažujeme.

Predtým, ako prejdeme ku konkrétnej špecifikácii, ktorú sme zvolili v tejto analýze, sa ešte zmieniame o inom probléme, ktorý prináša modelovanie časovej štruktúry splatnosti. Keďže každá aktívna alebo pasívna pozícia bánk má určenú splatnosť, alebo je jej splatnosť neurčená, je súčet ich podielov na celkových aktívach (a pasívach) rovný 100 %. To vnáša do modelovania štruktúry podľa splatnosti dodatočnú podmienku. Čiastočne tento fakt vyjadrujeme tým, že v našom prístupe explicitne uvažujeme s „presunmi“ aktív, pasív a čistej pozície z alebo do aktív, pasív alebo čistej pozície susedných splatností.

3.1.2 ZDROJ ÚDAJOV A ICH PREDBEŽNÁ ÚPRAVA

Použitie údaje sú údaje NBS z tzv. tabuľky likvidity bánk. Tieto vyjadrujú vývoj v bilancii (v súvaha a podsúvaha) jednotlivých bánk a ich skupín v časovej štruktúre podľa splatnosti⁵⁹ aktív a pasív v aktuálne uplatňovanej metodike. Vzhľadom na metodické zmeny sú údaje v porovnateľnej metodike dostupné v mesačnej periodicite len od januára roku 2006 do augusta 2012.

Tabuľka likvidity obsahuje údaje súvahy aj vybrané údaje podsúvahy a viaceré odvodené údaje a charakteristiky. My v tejto analýze pracujeme výlučne s údajmi zo súvahy. Všetky údaje s ktorými pracujeme v analýze sú okrem toho prepočítané ako podiely na celkových (súvahových) aktívach.

HOSPODÁRSKY CYKLUS

Hospodársky cyklus sa bežne charakterizuje ako produkčná medzera a určuje sa vhodnou metódou z vývoja HDP v stálych cenách. Vzhľadom na to, že tieto údaje sú k dispozícii len so štvrtročnou periodicitou, je ich použitie možné len ak štvrtročné údaje HDP transformujeme interpoláciou na údaje s mesačnou periodicitou.

Konkrétne sme zvolili nasledujúci postup:

- Pôvodné štvrtročné údaje sme sezónne očistili (Census X12, E-views),
- Sezónne očistený rad štvrtročných údajov sme transformovali interpoláciou na mesačné údaje (metóda: quadratic match sum),
- V časovom rade mesačných údajov sme oddelili trendovú časť (potenciálny produkt) a produkčnú medzeru (cyklickú zložku časového radu) s pomocou H-P filtra.

Vo vývoji ekonomiky Slovenska došlo na začiatku roka 2009 k dvom významným zmenám (zlomom):

- Naplno sa prejavila svetová finančná a ekonomická kríza a ekonomika sa na konci roka 2008 spomalila a najmä v priebehu roka 2009 prepadla do recesie,
- Slovensko sa stalo členom eurozóny, čo sa významne dotklo finančného, najmä bankového sektora.

Určenie potenciálu a cyklickej zložky vývoja akoukoľvek metódou si v takomto prípade vyžaduje viac ekonomickú úvahu ako formálnu aplikáciu metódy. Podstata rozdielneho nazerania spočíva v tom, či pojem potenciálu chápeme ako (veľmi) dlhodobý koncept, alebo skôr ako strednodobý (3 – 5 rokov) a najmä to, či subjekty v ekonomike vnímajú zmeny v potenciáli ako postupné spomalenie, alebo skokovitý pád. Na zmeny, ktoré nastali v ekonomike, je možné nazeráť s predpokladom, že potenciál ostal pri prudkom poklese skutočného produktu viacmenej konštantný. V takom prípade sa dá pred-

59 Aktuálna zmluvná zostatková splatnosť.

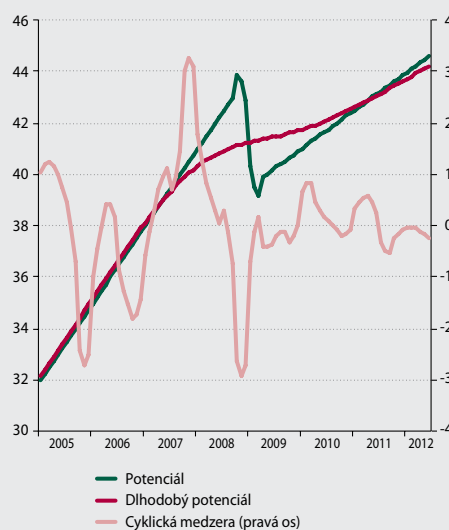
pokladať, že tieto zmeny spôsobili spomalenie rastu potenciálneho produktu v budúcnosti a súčasný pád ekonomiky a tempa ekonomického rastu je možné považovať ako (veľký) šok a pripísať ho cyklickej zložke. Iný pohľad na tieto zmeny spočíva v tom, že kríza spôsobila pád (posun) potenciálu a cyklická zložka je určená pohybmi okolo tohto nového potenciálu, posunutého krízou na novú (nižšiu) úroveň. V takomto prípade budú v priebehu cyklickej zložky iba malé zmeny. My sme pri identifikácii cyklickej zložky zvolili túto – druhú – možnosť. O. i. aj preto, lebo pojem (veľmi) dlhodobého potenciálu sme pri krátkosti obdobia, pre ktoré sme mali údaje, nedokázali dobre vyargumentovať. Ale najmä preto, lebo sme presvedčení, že nielen banky, ale väčšina subjektov v ekonomike, vnímala krízové zmeny ako šokovú zmenu, posun v podmienkach ekonomickej aktivity a prispôbila rýchlo svoje správanie takto vnímanej zmene. Z ekonomického hľadiska pripisujeme posun znehodnoteniu kapitálu a tiež znehodnoteniu časti pracovnej sily (vyššiemu NAIRU), ktorých minulé úroveň nezodpovedá podmienkam po vzniku krízy, najmä podmienkam pre domáci a zahraničný dopyt, ktorý bol v minulosti dlhodobo podporovaný rastom zadlženosti. Znamená to tiež, že zo strednodobého hľadiska 3 – 5 rokov nepredpokladáme (a subjekty v ekonomike vrátane bánk tiež) návrat na pôvodnú trajektóriu potenciálu – potenciál rastie pomalšie a z nižšej, posunutej úrovne. To nevyučuje, že z (veľmi) dlhodobého hľadiska nie je možné predpokladať návrat ekonomiky na (veľmi) dlhodobú trajektóriu potenciálu.⁶⁰

Cyklickú zložku sme určili tak, že sme časový rad HDP rozdelili na dve časti (do decembra 2008 a od januára 2009) a oddelili sme z neho trendové⁶¹ zložky pre uvedené časové úseky. Časový rad potenciálneho produktu sa teda skladá z dvoch častí, medzi ktorými je nespojitý vývoj. Podstatu uvedeného problému ilustruje graf 84.

ZVOLENÝ POSTUP A ROZSAH ANALÝZY

Ako sme uviedli, modelovanie čistej pozície v uvedenom rámci je možné uskutočniť buď tak, že priamo modelujeme zmeny čistej pozície v danej splatnosti, alebo tak, že modelujeme zmeny podielu aktív a podielu pasív v danej splatnosti a čistú pozíciu následne určíme. Pochopiteľne,

Graf 84 Cyklická zložka¹⁾



Zdroj: Vlastné výpočty.

1) Pôvodný štvrťročný časový rad HDP je index, 2005 = 100. Cyklická zložka (produkčná medzera) je určená ako percento potenciálu.

že druhý prístup poskytuje väčší priestor, včítane možnosti vyjadrenia vzájomnej podmienenosti časovej štruktúry aktívnej a časovej štruktúry pasívnej strany. V tejto štúdii uvedieme len poznatky z **modelovania pre najkratšiu časovú splatnosť – do 7 dní, a to pre aktíva, pasíva aj čistú pozíciu.**

VÝVOJ AKTÍV, PASÍV A ČISTEJ POZÍCIE SO SPLATNOSŤOU DO 7 DNÍ

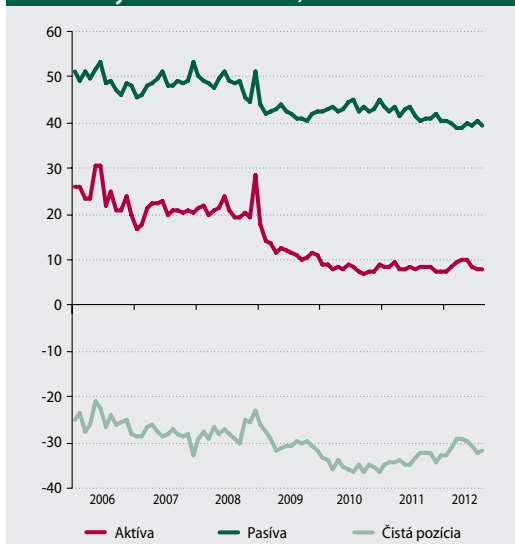
Na grafe 85 je dokumentovaný vývoj aktív, pasív a čistej pozície bánk na Slovensku so splatnosťou do 7 dní. Podiel aktív do 7 dní na celkových súvahových aktívach v uvažovanom období (január 2006 – august 2012) postupne klesal z úrovne viac ako 25 % na úroveň pod 8 %. Podiel pasív do 7 dní klesal z úrovne nad 50 % na úroveň pod 40 %. Narástla **záporná čistá pozícia do 7 dní** z úrovne viac ako 25 % na úroveň viac ako 30 %, pričom v priebehu roka 2010 kulminovala nad úrovňou 36 %.

VÝVOJ VYBRANÝCH UKAZOVATEĽOV ŠTRUKTÚRY SÚVAHY V BILANCI

V tejto časti budeme dokumentovať a stručne komentovať len vývoj tých položiek štruktúry aktív a pasív v súvahe, ktoré sme identifikovali ako

⁶⁰ V práci: Huček, J., Reľovský, B., Šíroká, J.: Premietnutie globálnej ekonomickej a finančnej krízy do vnímania potenciálneho HDP. NBS, http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK/MU/potential_output.pdf, bol tento problém systematicky analyzovaný pre potreby makroekonomickej prognózy NBS na základe predpokladaného vzťahu medzi infláciou a produkčnou medzerou. Autori poukázali tiež na riešenie tohto problému v iných krajinách eurozóny. Ako uvádzajú, posun potenciálu sa predpokladá napríklad v Írsku.

⁶¹ Trendové časti boli určené H-P filtrom.

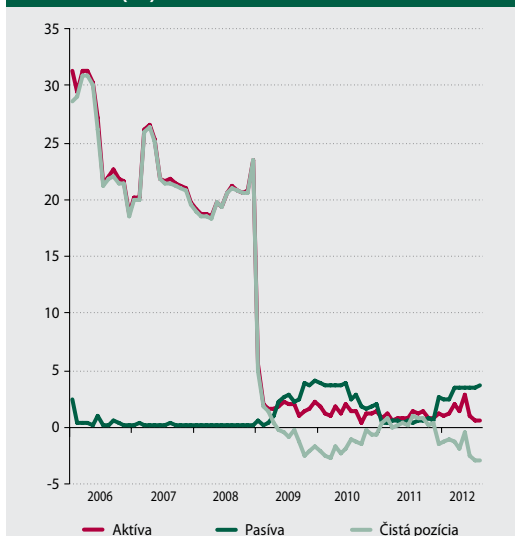
Graf 85 Aktíva, pasíva a čistá pozícia so splatnosťou do 7 dní (podiel na celkových súvahových aktívach v %)


Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

faktory ovplyvňujúce pozície v najkratšej splatnosti – do 7 dní.

STAV NA ÚČTOCH CENTRÁLNYCH BÁNK

Stav na účtoch centrálnej banky (graf 86) dokumentuje stav povinných a dobrovoľných rezerv

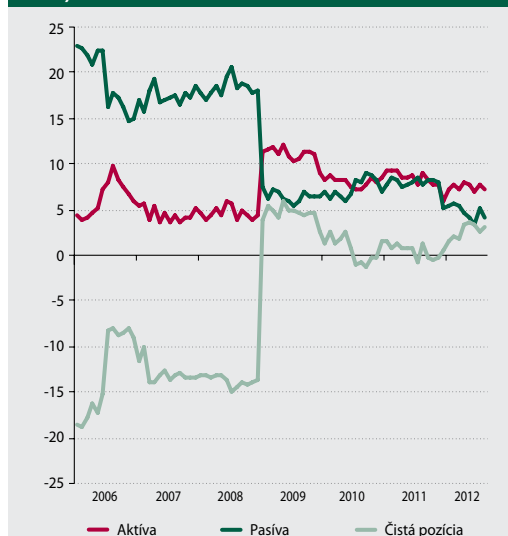
Graf 86 Aktíva a pasíva bánk a čistá pozícia voči centrálnej banke, podiel na celkových aktívach (%)


Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

a vkladov. Mení sa najmä podľa toho, či banky sú prevažne v sterilizačnej (do roku 2008), alebo v refinančnej (od roku 2009) pozícii. Do roku 2008 bola pozícia bánk voči NBS výrazne aktívna – medzi 20 a 32 % objemu aktív, pričom v časovej štruktúre aktív voči centrálnej banke dominovali aktíva do 1 mesiaca (dvoch týždňov). Od roku 2009 sa táto pozícia zmenila prevažne na pasívnu (refinančnú) – na úrovni 1,0 – 3,5 % a aktíva voči centrálnej banke (ECB) sú takmer výlučne do 7 dní (zostatkovej) splatnosti (O/N).

ÚČTY OSTATNÝCH BÁNK

Pohľadávky voči ostatným bankám a záväzky voči ostatným bankám (graf 87) zahŕňujú jednak záväzky a pohľadávky z medzibankových obchodov, ktoré by však mali byť v domácich bankách celkom vyrovnané, a pohľadávky a záväzky voči zahraničným bankám. Aj v tomto prípade sa situácia výrazne zmenila vstupom Slovenska do eurozóny a pohľadávky a záväzky sa čiastočne vyrovnali. Do roku 2008 mali zahraničné banky v našich bankách značné vklady. NBS ich sterilizovala. Záväzky bánk voči ostatným bankám v tomto období vysoko, o 10 – 20 % prevyšovali pohľadávky. Po roku 2009 sa záväzky a pohľadávky takmer vyrovnali na úrovni cca 8 – 10 %. Nožnice smerom k prevahe aktív sa otvorili

Graf 87 Aktíva a pasíva bánk voči ostatným bankám (podiel na celkových aktívach v %)


Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

v roku 2012. Z hľadiska splatnosti prevládali krátkodobé aktíva a pasíva voči ostatným bankám do 3 mesiacov.

ÚČTY KLIENTOV

Účty klientov (graf 88) zahrnujú najmä úvery a vklady. Ich podiel na celkových aktívach sa od roku 2009 zvýšil na viac ako 70 % (pasíva) a na približne 60 % (aktíva). Záporná čistá pozícia sa absolútne znížila z viac ako 20 % (mínus) na približne 10 % v súčasnosti. V aktívach voči klientom majú významný a narastajúci podiel dlhodobé aktíva, čo súvisí s poskytovaním úverov na bývanie. V pasívach voči klientom prevládajú (stabilné) krátkodobé pasíva, najmä zostatky na bežných účtoch.

ŠTÁTNE DLHOPISY

Údaje, ktoré sme mali k dispozícii neumožnili vyjadriť vplyv nákupu a predaja a držania štátnych dlhopisov na pozície splatností do 7 dní. Údaje o štátnych dlhopisoch boli len za krátke obdobie a odhad vplyvu štátnych dlhopisov nebol štatisticky spoľahlivý. Sme si vedomí, že vysoká likvidita štátnych dlhopisov ich predurčuje k riadeniu krátkodobej likvidity, a preto očakávame, že v budúcnosti, po získaní ďalších pozorovaní, bude možné ich vplyv na likviditu

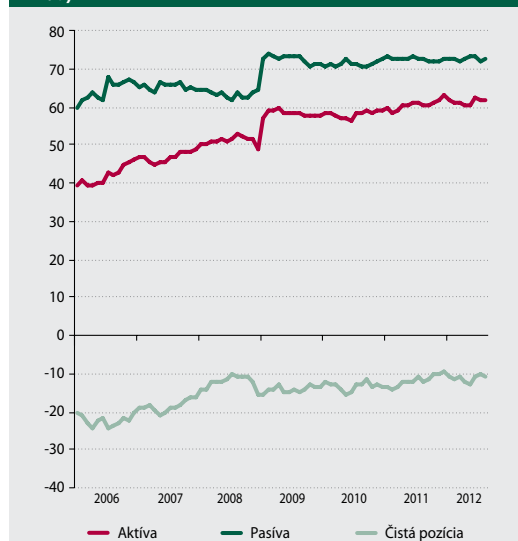
tu v pásme najkratších splatností identifikovať a potvrdiť.

STACIONARITA A INTEGROVANOSŤ⁶²

Test jednotkového koreňa ukázal, že podiely aktív, pasív a čistá pozícia do 7 dní na celkových aktívach sú nestacionárne (integrované veličiny 1. rádu).

Test na jednotkový koreň pre cyklickú zložku HDP, ako sme ju určili postupom uvedeným vyššie, zamietol existenciu jednotkového koreňa pre úroveň na vysokej hladine významnosti. Z hľadiska interpretácie neexistencia jednotkového koreňa znamená, že cyklická zložka vplyva na zmeny pozície len krátkodobo (predstavuje len krátkodobý impulz a v modeli (1), (2) alebo (3) je súčasťou krátkodobej (st) zložky modelu. Inak povedané – cyklus v takomto prípade neurčuje úroveň likvidity, ale len jej zmeny. Na druhej strane však časový rad produkčnej medzery vykazuje vysokú autokoreláciu. To by, naopak, mohlo znamenať, že nie je ďaleko od integrovaného radu, a teda z praktického hľadiska (s určitým stupňom tolerancie) sa podieľa na formovaní úrovne likvidity a jeho zmeny dávajú podnet pre zmenu likvidity. Pochopiteľne, v tejto štúdii sa budeme držať striktné empirického štatistického prístupu – vplyv cyklu na likviditu je krátkodobý, hoci vysoká autokorelácia časového radu produkčnej medzery spôsobuje, že tento vplyv má veľkú zotrvačnosť.

Graf 88 Aktíva a pasíva bánk na účtoch klientov (podiel na celkových aktívach v %)



Zdroj: NBS, vlastné výpočty.

Ukazovatele štruktúry súvahy (na strane aktív aj pasív) – tie jej ukazovatele, ktoré sme použili v špecifikácii modelov pre najkratšiu splatnosť do 7 dní – sú všetky integrované veličiny prvého rádu. Testy na jednotkový koreň nezamietli hypotézu ich integrovanosti (1. rádu) s vysokou pravdepodobnosťou (silou). Podiely jednotlivých pozícií na aktívach však nie sú neohraničené vo svojich hodnotách (nemôžu neobmedzene rásť), ako by integrované časové rady mali, avšak v našej analýze sa nevyskytujú nijaké problémy z tejto diskrepancie.

Ako sme uviedli, v štúdii vychádzame z predpokladu, že zmeny v štruktúre súvahy a hospodársky cyklus sú exogénne faktory, určujúce pozíciu aktív a pasív a čistú pozíciu v krátkych splatnostiach.

⁶² Testovali sme pôvodné časové rady podielov. Sme si vedomí, že štruktúrne zlomy v časových radoch v súvislosti so vstupom do eurozóny hrali v teste úlohu. Vyjadrujeme sa k nim aj v časti 3.



3.2 VÝSLEDKY ANALÝZY. LIKVIDITA, AKTÍVA A PASÍVA BÁNK DO 7 DNÍ – BANKY NA SLOVENSKU SPOLU

Výsledky odhadu dokumentujú tabuľky 7, 8 a 9. Závisle premenné v nich sú zmena aktív do 7 dní (tabuľka 7), zmena pasív do 7 dní (tabuľka 8) a zmena čistej pozície do 7 dní (tabuľka 9). Ako sme uviedli, všetky veličiny sú (percentuálne) podiely na aktívach, hospodársky cyklus je percentuálny podiel produkčnej medzery na potenciáli.

V tabuľkách uvádzame odhady parametrov, ako boli získané jednoduchou metódou najmenších štvorcov (OLS), teda nie v tzv. Pesaranovom tvare

pre „error correction“ modely. Symbol Δ označuje (medzimesačnú) zmenu premennej, (t-1) označuje časovo posunutú premennú (hodnotu z minulého mesiaca).

Štatistickú významnosť odhadov hodnotíme štandardne:

*** parameter je významný (najmenej) na hladine významnosti 1 %

** parameter je významný na hladine 5 % až 1 %

Z výsledku odhadov vyplýva, že väčšina parametrov bola významná na hladine výrazne vyššej ako 1 %. Všetky odhady boli urobené jednoduchou metódou najmenších štvorcov (OLS). V dynamickom modeli, ktorý sme odhadovali, nie je možné

Tabuľka 7 Aktíva do 7 dní

Obdobie odhadu		2006/2 – 2012/8	
		Odhad	
Úrovňová konštanta		2,061	***
Podiel aktív do 7 dní	(t-1)	-0,251	***
Podiel aktív v centrálnej banke	Δ	0,523	***
	(t-1)	0,157	***
Podiel aktív v ostatných bankách	Δ	0,427	**
	(t-1)		
Podiel aktív voči klientom	Δ	-0,521	***
	(t-1)		
Zmena podielu aktív od 7 dní do 1 mesiaca	Δ	-0,665	***
R2		0,845	

Zdroj: Vlastné výpočty.

Tabuľka 8 Pasíva do 7 dní

Obdobie odhadu		2006/2 – 2012/6	
		Odhad	
Úrovňová konštanta		32,135	***
Podiel aktív voči klientom	Δ	-0,443	**
	(t-1)	-0,123	**
Podiel pasív do 7 dní			
	(t-1)	-0,600	***
Podiel pasív voči ostatným bankám	Δ	0,323	**
	(t-1)	0,364	***
Podiel pasív od 7 dní do 1 mesiaca	Δ	-0,236	
	(t-1)	-0,236	
Hospodársky cyklus (produkčná medzera)	Δ	0,408	***
	(t-1)	0,408	***
R2		0,601	

Zdroj: Vlastné výpočty.



Tabuľka 9 Čistá pozícia do 7 dní			
Obdobie odhadu		2006/2 – 2012/6	
		Odhad	
Úrovňová konštanta		-29,368	
Podiel aktív v centrálnej banke	Δ	0,385	***
	(t-1)	0,429	***
Podiel aktív voči klientom	Δ		
	(t-1)	0,229	**
Podiel pasív voči klientom	Δ	-0,382	**
	(t-1)		
Čistá pozícia do 7 dní	(t-1)	-0,451	***
Čistá pozícia voči ostatným bankám	Δ	0,229	**
	(t-1)	0,341	**
Hospodársky cyklus (produkčná medzera)	Δ	-0,443	***
	(t-1)	-0,443	***
Čistá pozícia od 7 dní do 1 mesiaca	Δ	-0,451	***
R2		0,635	

Zdroj: Vlastné výpočty.

posudzovať autokoreláciu rezíduí pomocou bežne použíwanej štatistiky DW. Test autokorelácie rezíduí metódou maximálnej vierohodnosti (Bresch-Godfrey) ukázal, že v modeli pre čistú pozíciu do 7 dní nie je autokorelácia rezíduí prítomná. V modeloch pre aktíva do 7 dní a pasíva do 7 dní test ukázal na slabú prítomnosť autokorelácie rezíduí 1. resp. 2. rádu na hladine významnosti 5 – 10 %. Tu komentujeme odhady bez explicitného vyjadrenia autokorelácie rezíduí.

VPLYV HOSPODÁRSKEHO CYKLU

Z výsledkov odhadu vyplýva – v súlade s našimi očakávaniami, že konjunktúra – kladná produkčná medzera – zhoršuje čistú pozíciu do 7 dní krátkodobo (parameter 0,443) aj dlhodobo (parameter 0,982⁶³). Je to spôsobené najmä vývojom pozície pasív do 7 dní. Ich podiel sa v období konjunktúry zvyšuje a to tak, že s každým percentom zlepšenia konjunktúry (produkčnej medzery) sa krátkodobo zvýši podiel pasív do 7 dní na celkových aktívach o takmer pol percentuálneho bodu (0,408). Na podiel aktív do 7 dní nemá konjunktúra vplyv. Primerane k tomu je vidieť vplyv konjunktúry aj na čistú pozíciu do 7 dní, ktorú pasíva počas konjunktúry zhoršujú.

V období konjunktúry sa teda zvyšuje podiel pasív do 7 dní a v dôsledku toho sa zhoršuje čistá pozícia do splatností 7 dní.

VPLYV POZÍCIE VOČI CENTRÁLNEJ BANKE

Podiel aktív do 7 dní je krátkodobo aj dlhodobo významne ovplyvnený aktívnou pozíciou bánk voči centrálnej banke a jej zmenami. Viac ako polovica (parameter 0,524) zmeny tejto pozície sa prejaví v zmene podielu aktív do 7 dní. Aktívna pozícia voči centrálnej banke určuje aktíva do 7 dní aj dlhodobo (parameter 0,626). Pozícia voči centrálnej banke pritom nemá vplyv na podiel pasív do 7 dní. Zmeny aktívnej pozície voči centrálnej banke následne krátkodobo menia aj čistú pozíciu bánk do 7 dní (parameter 0,382) a aktívna pozícia voči centrálnej banke určuje čistú pozíciu do 7 dní aj dlhodobo (parameter 0,951).

Aktívna pozícia bánk voči centrálnej banke a jej zmeny určujú aktívnu aj čistú pozíciu bánk do 7 dní. Na pasívnu pozíciu bánk do 7 dní nemá pozícia voči centrálnej banke významný vplyv. Tento záver však môže reflektovať zmenu štruktúry aktív (zámenu jedného druhu aktív za iný).

VPLYV POZÍCIE VOČI OSTATNÝM BANKÁM

Aktívna pozícia do 7 dní je pozíciou voči ostatným bankám ovplyvnená len krátkodobo. Na druhej strane, pasívna pozícia do 7 dní je krátkodobo (parameter 0,323) aj dlhodobo (parameter 0,607) ovplyvnená pasívnou pozíciou voči ostatným bankám. Čistá pozícia do 7 dní je potom

⁶³ Parameter dlhodobého vplyvu určíme vydelením parametra pri časovo oneskorenej veličine koeficientom EC: 0,982=0,443/0,451.



ovplyvnená čistou pozíciou voči ostatným bankám – krátkodobo (parameter 0,229) aj dlhodobo (parameter 0,756).

Aktívna, pasívna aj čistá pozícia je krátkodobo ovplyvnená zmenami aktívnej, pasívnej aj čistej pozície voči bankám. Dlhodobo určuje (pasívnu a čistú) pozíciu do 7 dní len pasívna pozícia voči bankám. Banky, ktoré si na medzibankovom trhu požičávajú, majú teda nižšiu čistú likviditu.

VPLYV POZÍCIE VOČI KLIENTOM

Zmeny aktívnej pozície voči klientom negatívne krátkodobo ovplyvňujú zmeny aktívnej pozície do 7 dní. Na aktívnu pozíciu do 7 dní nemajú dlhodobo vplyv. Trocha prekvapujúco, aj zmeny pasívnej pozície do 7 dní sú krátkodobo (parameter -0,443) aj dlhodobo (parameter -0,205) ovplyvňované aktívnou pozíciou voči klientom. To sa prejavuje aj v úlohe aktívnej a pasívnej pozície voči klientom pri ovplyvňovaní čistej pozície do 7 dní. Tá je ovplyvnená nielen zmenami pasívnej pozície, ale, dlhodobo, aj aktívnou pozíciou voči klientom. Ide zrejme o dôsledok vzájomnej previazanosti aktívnej (úvery) a pasívnej (vklady) pozície voči klientom.

Aktívna, pasívna aj čistá pozícia do 7 dní je krátkodobo aj dlhodobo ovplyvňovaná najmä zmenami aktívnej pozície voči klientom aj jej úrovňou.

VPLYV POZÍCIE SO SPLATNOSŤOU OD 7 DNÍ DO 1 MESIACA

Pokiaľ banky z nejakého dôvodu zvýšia podiel aktív so splatnosťou od 7 dní do 1 mesiaca, zníži sa podiel aktív do 7 dní. Dochádza teda k substitúcii (vytláčaniu) v štruktúre aktív podľa splatnosti. Tento vplyv je krátkodobý (parameter -0,66). Aj na strane pasív do 7 dní dochádza k substitúcii v štruktúre zvýšením podielu pasív so splatnosťou od 7 dní do 1 mesiaca, a to krátkodobo (parameter -0,236) aj dlhodobo (parameter -0,393). Podobný efekt je možné identifikovať aj v čistej pozícii do 7 dní – keď sa z nejakého dôvodu podiel čistej pozície od 7 dní do 1 mesiaca na aktívach zvýši o 1 %, je to krátkodobo na úkor čistej pozície do 7 dní (parameter -0,451).

Aktívna, pasívna aj čistá pozícia do 7 dní závisí aj od (autonómnych) zmien v aktívnej, pasívnej a čistej pozícii od 7 dní do 1 mesiaca (je ňou substituovaná). Zdá sa, že sa tak deje najmä zmenami na

strane pasív. Pritom medzi čistou pozíciou do 7 dní a čistou pozíciou od 7 dní do 1 mesiaca je substitúcia. Zrejme to indikuje snahu bánk stabilizovať kumulatívnu čistú pozíciu do jedného mesiaca.

3.3 ZMENY V SÚVISLOSTI SO VSTUPOM DO EUROZÓNY A S KRÍZOU. STABILITA PARAMETROV

V súvislosti s krízou, ktorej dôsledky sa na Slovensku prejavili recesiou v roku 2009 a v súvislosti so vstupom Slovenska do Eurozóny vyvstáva otázka, či také významné udalosti a zmeny nespôsobili zmeny – štrukturálne zlomy – vo vývoji premenných aj vo vzťahoch medzi ekonomickým cyklom, štrukturálnymi parametrami banky a likviditou.

Test stability parametrov pomocou ich opakovaného odhadu s predĺžovaním obdobia zahrnutého do odhadu parametrov⁶⁴ ukázal, že odhadnuté parametre sa s predĺžovaním obdobia odhadu menia – vykazujú určitú nestabilitu. Keďže vieme, že v januári 2009 pravdepodobne mohla nastať zásadná zmena v analyzovaných vzťahoch, je možné vykonať Chowov test na obdobie zlomu (break-point test). Voľba januára 2009 vyplýva aj z posúdenia grafického priebehu vyššie uvedenému testu stability odhadnutých koeficientov. Z uvedeného testu tiež vyplýva, že nestabilita (možný bod zlomu) v parametroch mohla byť spôsobená nielen zmenami na začiatku roku 2009, ale aj udalosťami a opatreniami približne v prvej polovici roka 2010. Chowov test na bod zlomu potvrdil, že na začiatku roku 2009 došlo k zmene správania bánk, ktoré sa prejavilo aj v analyzovaných vzťahoch pre 7-dňovú likviditu. Potvrdilo sa tiež, že zlom pravdepodobne nastal aj približne v marci roku 2010, najmä na pasívnej strane analyzovaného vzťahu.

Od polovice roku 2010 sme neidentifikovali zásadnú nestabilitu (bod zlomu). Odhady väčšiny parametrov sa ustálili, len v odhadoch niektorých parametrov badať postupné zmeny, ktoré môžu vyjadrovať postupné prispôbovanie správania bánk súčasnej krízovej situácii. Žiaľ, v súčasnosti nemáme vhodnú meranú veličinu, ktorou by sme tieto zmeny vedeli vyjadriť. Jedna z možností, ako sa vyrovnáť so zistenou nestabilitou, spočíva v očistení vysvetľujúcich premenných (štruktúry aktív a pasív) postupom podobným

⁶⁴ V E-views je tento test označovaný ako „recursive estimates“.



tomu, ktorým sme očistili potenciál. Iná možnosť spočíva v explicitnom vyjadrení štruktúrneho zlomu pomocou umelej premennej v rovniciach pre zmenu 7-dňových aktív, pasív a čistej pozície. Táto (druhá) možnosť výsledky takmer vôbec nezmenila.

Zistená nestabilita ukazuje, že zmeny v bankovom sektore po vstupe Slovenska do eurozóny (a čiastočne tiež následkom krízy) mali za následok aj zmeny v riadení likvidity na dolnom okraji splatnosti a že v budúcnosti bude vhodné tejto skutočnosti venovať pozornosť. Do úvahy pripadá tiež možnosť odhadnúť model len s využitím údajov od roku 2009.

ZÁVERY

Overili sme hypotézu, že *podiel pasív so splatnosťou do 7 dní na celkovej bilancii a ich čistá pozícia závisí na ekonomickom cykle. Podiel aktív na ekonomickom cykle nezávisí* a zmeny čistej pozície do 7 dní (medzera v splatnosti) sú ovplyvňované ekonomickým cyklom len v dôsledku toho, že sa počas cyklu mení podiel pasív so splatnosťou do 7 dní. Ekonomické pozadie zrejme spočíva v tom, že v priebehu cyklu sa v bankách mení podiel (neumiestnených) likvidných zdrojov, včítane tých najlikvidnejších (do 7 dní).

Ukázali sme tiež, že *podiel aktív, podiel pasív a čistá pozícia so splatnosťou do 7 dní sa znižuje (zvyšuje), keď sa z nejakého dôvodu zvyšuje (znižuje) príslušný podiel so splatnosťou od 7 dní do 1 mesiaca*. Skutočnosť, že v časovej štruktúre na strane aktív, pasív aj v čistej pozícii existuje vzájomné ovplyvňovanie medzi splatnosťami, je daná aj matematicky – súčet podielov aktív a pasív na celkových aktívach bez ohľadu na splatnosť je 100 % a súčet čistých pozícií je nula. Analýza ukázala, že na dolnom okraji splatností dochádza k substitúcii medzi pásmom do 7 dní a pásmom od 7 dní do 1 mesiaca, čo svedčí o tom, že pre banky je rozhodujúca čistá pozícia do 1 mesiaca.

Ukázali sme tiež, že *k ovplyvňovaniu podielu najkratšej likvidity dochádza zmenami v štruktúre súvahy v bilancii, pričom aktívna a pasívna úloha protistrán (centrálna banka, ostatné banky, klienti) je rozdielna*:

- Čistú pozíciu do 7 dní mení krátkodobo aj dlhodobo najmä **aktívna pozícia voči centrálnej banke a jej zmeny**,
 - Dlhodobý vplyv na čistú pozíciu do 7 dní má len **pasívna pozícia voči ostatným bankám**.
- Aktívna, pasívna aj čistá pozícia do 7 dní je krátkodobo aj dlhodobo ovplyvňovaná len **aktívnou pozíciou voči klientom**.



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
ČNDD	čistý národný disponibilný dôchodok
DDS	doplnková 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
EK	Európska komisia
ESM	Európsky stabilizačný mechanizmus
EÚ	Európska únia
Fed	Federálny rezervný systém
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	harmonizovaný index spotrebiteľských cien
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
LTV	loan-to-value ratio - pomer úveru k hodnote zabezpečenia
MF SR	Ministerstvo financií Slovenskej republiky
MMF	Medzinárodný menový fond
NAV	Net Asset Value – čistá hodnota aktív
NBS	Národná banka Slovenska
OCP	obchodník s cennými papiermi
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
RWA	rizikovo vážené aktíva
SASS	Slovenská asociácia správcovských spoločností
ŠÚ SR	Štatistický úrad Slovenskej republiky
Tier 1, 2, 3	zložky vlastných zdrojov



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV



ZOZNAM GRAFOV

Graf 1	Vývoj prognóz rastu svetového HDP na roky 2012 a 2013	7	Graf 32	Likvidné aktíva	24
Graf 2	Svetové HDP	7	Graf 33	Očakávania vývoja zamestnanosti a nezamestnanosti	24
Graf 3	Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny	8	Graf 34	Disponibilný dôchodok	25
Graf 4	Výnosy z dlhodobých štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny	8	Graf 35	Prírastky aktív domácností	25
Graf 5	Vývoj akciových indexov	8	Graf 36	Schopnosť domácností splácať záväzky	25
Graf 6	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	9	Graf 37	Objem aktív a spravovaného majetku vo finančnom sektore	28
Graf 7	Spready na medzibankovom trhu eurozóny	9	Graf 38	Rentabilita vlastných zdrojov (ROE) vo finančnom sektore	28
Graf 8	Vývoj nominálneho kurzu mien voči euru	9	Graf 39	Indikátor prejaveneho napätia v ekonomike a finančnom systéme Slovenska	28
Graf 9	HDP Číny	10	Graf 40	Rozloženie ROE v bankovom sektore	29
Graf 10	Vývoj prognóz rastu HDP eurozóny na roky 2012 a 2013	11	Graf 41	Hlavné položky ziskovosti	29
Graf 11	Deficit verejných financií	11	Graf 42	Kapitálová pozícia bankového sektora	30
Graf 12	Index reálnych jednotkových nákladov práce	12	Graf 43	Vlastné zdroje	30
Graf 13	Reálny efektívny výmenný kurz (REER) – 16 obchodných partnerov	12	Graf 44	Štruktúra zmien objemu zlyhaných úverov domácnostiam	31
Graf 14	Saldo bežného účtu	12	Graf 45	Zmeny v úverovom zaťažení	32
Graf 15	Podiel vývozu tovarov a služieb krajín na svetovom exporte	12	Graf 46	Pomer objemu nových úverov na bývanie k hodnote ich zabezpečenia	32
Graf 16	Vývoj exportu Nemecka	13	Graf 47	Zlyhané úvery podnikom a miery zlyhania	32
Graf 17	Objem pohľadávok z úverov a vkladov zahraničných bánk voči vybraným krajinám regiónu východnej Európy	15	Graf 48	Ukazovatele dlhodobej likvidity bankového sektora	34
Graf 18	Hrubý dlh súkromného a verejného sektora voči ekonomickej úrovni krajiny	17	Graf 49	Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora	35
Graf 19	Vývoj reálnych príjmov SR	18	Graf 50	Štruktúra umiestnenia prostriedkov technických rezerv ku koncu polroka 2012	35
Graf 20	Vývoj inflácie	18	Graf 51	Medziročná zmena v štruktúre umiestnenia technických rezerv	35
Graf 21	Vývoj položiek bežného účtu	19	Graf 52	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu v poisťovniach podľa krajín emitenta	36
Graf 22	Medzinárodná investičná pozícia	19	Graf 53	Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom	37
Graf 23	Deficit a dlh verejnej správy	19	Graf 54	Vývoj čistej hodnoty aktív podielových fondov predávaných v SR	37
Graf 24	Štruktúra dlhu podľa veriteľov v roku 2011	19	Graf 55	Zmena objemu spravovaných aktív v jednotlivých kategóriách fondov v prvom polroku 2012	37
Graf 25	Štruktúra dlhu podľa splatnosti v roku 2011	20			
Graf 26	Vývoj úverov	22			
Graf 27	Miera zadlženia	22			
Graf 28	Konjunkturálne indikátory	22			
Graf 29	Spotrebiteľská dôvera	23			
Graf 30	Financovanie podľa nástrojov	23			
Graf 31	Financovanie podľa sektorov	23			



Graf 56	Priemerná ročná výkonnosť podielových fondov podľa jednotlivých kategórií	38	Graf 69	Menovopolitické operácie Eurosystemu	48
Graf 57	Štruktúra majetku tuzemských podielových fondov podľa kategórií	38	Graf 70	Podiel zahraničných dlhopisov vydaných subjektmi eurozóny	49
Graf 58	Podiely jednotlivých typov fondov na celkovej čistej hodnote majetku sektora	39	Graf 71	Cenový indikátor integrácie trhov so štátnymi dlhopismi v eurozóne	49
Graf 59	Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií	39	Graf 72	Podiel medzibankových úverov podľa sídla protistrany	49
Graf 60	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DSS podľa krajín emitenta	41	Graf 73	Podiel iných ako medzibankových úverov podľa sídla protistrany	49
Graf 61	Štruktúra majetku fondov podľa základných druhov investícií v jednotlivých typoch fondov DDS podľa zamerania	41	Graf 74	Štandardná odchýlka úrokových sadzieb na nové úvery nefinančným podnikom v priereze krajinami eurozóny	50
Graf 62	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov vo fondoch DDS podľa krajín emitenta	42	Graf 75	Štandardná odchýlka úrokových sadzieb na nové úvery domácnostiam v priereze krajinami eurozóny	50
Graf 63	Vývoj najdôležitejších faktorov ovplyvňujúcich výšku vlastných zdrojov	42	Graf 76	Vývoj výmenných relácií SR	59
Graf 64	Straty bankového sektora zo stresového testovania podľa typov rizík	44	Graf 77	Vplyv zisku/straty z medzinárodného obchodu na reálne príjmy	59
Graf 65	Štandardná odchýlka priemerných úrokových sadzieb na nezabezpečenom medzibankovom trhu v priereze krajinami eurozóny	47	Graf 78	Vývoj reálnej mzdy	60
Graf 66	Štandardná odchýlka priemerných repo sadzieb na medzibankovom trhu v priereze krajinami eurozóny	47	Graf 79	Vývoj reálnej mzdy	60
Graf 67	Priemerný denný obrat vo vybraných segmentoch peňažného trhu	48	Graf 80	Bilancia tokov príjmov SR zo zahraničím	61
Graf 68	Podiel platieb medzi členskými krajinami eurozóny	48	Graf 81	Vývoj reálnych príjmov	61
			Graf 82	HDP a ČNDD	61
			Graf 83	Vývoj reálneho čistého národného disponibilného dôchodku	62
			Graf 84	Cyklická zložka	65
			Graf 85	Aktíva, pasíva a čistá pozícia so splatnosťou do 7 dní	66
			Graf 86	Aktíva a pasíva bánk a čistá pozícia voči centrálnej banke, podiel na celkových aktívach	66
			Graf 87	Aktíva a pasíva bánk voči ostatným bankám	66
			Graf 88	Aktíva a pasíva bánk na účtoch klientov	67

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1	Rast reálneho HDP	11	Tabuľka 5	Porovnanie ročnej výnosnosti dôchodkových fondov k 31.12.2011 a k 30.6.2012	40
Tabuľka 2	Vybrané indikátory finančnej stability bánk	14	Tabuľka 6	Parametre a predpoklady stresového testovania	43
Tabuľka 3	Podiel investícií do dlhových cenných papierov vybraných krajín na celkových aktívach	33	Tabuľka 7	Aktíva do 7 dní	68
Tabuľka 4	Podiel akciových, devízových a úrokových pozícií v jednotlivých sektoroch finančného trhu	36	Tabuľka 8	Pasíva do 7 dní	68
			Tabuľka 9	Čistá pozícia do 7 dní	69



ZOZNAM BOXOV

Box 1	Legislatívne zmeny v 2. pilieri sektora dôchodkového sporenia	39
Box 2	Vplyv finančnej krízy na transmisiu menovej politiky ECB	50