



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE 2008

# SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE 2008

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE 2008

---

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](http://www.nbs.sk)

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

ISBN 978-80-8043-137-2



# OBSAH

<b>A</b>	<b>ZHRNUTIE POZNATKOV O FINANČNEJ STABILITE V ROKU 2008 A O RIZIKÁCH NA NAJBLIŽŠIE OBDOBIE</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>Vývoj a riziká vo finančnom sektore</b>	<b>55</b>
			4.1	Bankový sektor	57
			4.1.1	Dôležité vývojové trendy v bilancii bankového sektora	57
			4.1.2	Dôležité vývojové trendy na medzibankovom trhu	61
			4.1.3	Ziskovosť	62
			4.1.4	Požiadavka na vlastné zdroje	64
			4.1.5	Riziká v bankovom sektore	65
			4.2	Sektor poisťovní	73
			4.2.1	Finančná pozícia poisťovného sektora	73
			4.2.2	Technické a predpísané poisťné	74
			4.2.3	Technické náklady na poisťné plnenia a škodovosť	74
			4.2.4	Solventnosť poisťovní	75
			4.2.5	Technické rezervy a ich finančné umiestnenie	75
			4.2.6	Riziká poisťovného sektora	76
			4.3	Obchodníci s cennými papiermi	76
			4.4	Kolektívne investovanie	77
			4.4.1	Vývoj v sektore kolektívneho investovania v roku 2008	77
			4.4.2	Riziká v kolektívnom investovaní	78
			4.5	Dôchodkové sporenie	78
			4.5.1	Vývoj v sektore v roku 2008	78
			4.5.2	Riziká v dôchodkovom sporení	81
			4.6	Riziká vyplývajúce z vývoja vo finančnom sektore v roku 2008	82
			<b>5</b>	<b>Bezpečnosť a spoľahlivosť medzibankového platobného systému SIPS v roku 2008</b>	<b>85</b>
<b>B</b>	<b>SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE</b>	<b>13</b>	<b>C</b>	<b>PRÍLOHY</b>	<b>91</b>
<b>1</b>	<b>Vonkajšie podmienky pre finančnú stabilitu</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>Regionálna dostupnosť bývania, úvery, rozostavanosť a ceny bytov</b>	<b>93</b>
1.1	Hospodársky vývoj v medzinárodnom prostredí	17	1.1	Ekonomická úroveň a ceny bytov	95
1.1.1	Vývoj vo svetovej ekonomike	17	1.2	Dostupnosť bývania z hľadiska príjmu domácností	97
1.1.2	Hospodársky vývoj v EÚ a eurozóne	18	1.3	Je bývanie dostupnejšie mimo Bratislavy?	98
1.1.3	Hospodársky vývoj v krajinách regiónu V4	18	1.4	Tlak úveru na rast cien bytov	99
1.2	Vývoj na medzinárodných finančných trhoch	19	1.5	Situácia vo výstavbe a ceny bytov	101
1.2.1	Peňažné trhy	19	1.6	Poznatky z regresnej analýzy	102
1.2.2	Akciové trhy	20		Záver	103
1.2.3	Dlhopisové trhy	21			
1.2.4	Devízové trhy	22			
1.2.5	Komoditné trhy	23			
1.2.6	Mimoriadna situácia na finančných trhoch na jeseň 2008	24			
1.3	Vývoj a riziká vo finančnom sektore eurozóny	27			
1.3.1	Bankový sektor eurozóny	27			
1.3.2	Poisťný sektor eurozóny	30			
1.4	Strednodobé riziká z vonkajších podmienok	31			
<b>2</b>	<b>Vývoj ekonomiky SR z hľadiska vplyvu na finančnú stabilitu</b>	<b>37</b>			
2.1	Celkový vývoj ekonomiky SR	39			
2.2	Vývoj na domácich finančných trhoch z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu	41			
2.3	Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia a finančných trhov v SR	44			
<b>3</b>	<b>Vývoj v sektore nefinančných korporácií a domácností</b>	<b>47</b>			
3.1	Vývoj v sektore nefinančných korporácií	49			
3.2	Vývoj v sektore domácností	51			
3.3	Strednodobé riziká v sektore nefinančných korporácií a domácností	53			



<b>2</b>	<b>Vývoj a charakteristiky medzinárodnej finančnej integrácie Slovenska</b>	<b>105</b>
2.1	Medzinárodná investičná pozícia a jej význam z hľadiska finančnej stability	107
2.2	Medzinárodná finančná integrácia SR	109
2.3	Štatistický rozklad faktorov podmieňujúcich vývoj netto investičnej pozície	114
2.4	Zmeny v medzinárodnej investičnej pozícii, podmienené vstupom SR do eurozóny	116
	Záver	117
	<b>SKRATKY</b>	<b>119</b>
	<b>ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV</b>	<b>123</b>



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

Č A Š Ť A

# ZHRNUTIE

A





## A ZHRNUTIE POZNATKOV O FINANČNEJ STABILITE V ROKU 2008 A O RIZIKÁCH NA NAJBLIŽŠIE OBDOBIE

Riziká pre domácu finančnú stabilitu boli v roku 2008 determinované najmä globálnou finančnou krízou. Tá je svojím charakterom dlhovou krízou – v globálnom finančnom systéme sa za niekoľko rokov (najmä však v období rokov 2004 až 2007) naakumulovali významné objemy dlhu a s tým spojené finančné riziká. Príčiny tohto vývoja sú v prebytku likvidity na medzinárodných finančných trhoch, ktorá pochádza z kumulácie úspor niektorých krajín, v snahách finančných inštitúcií maximalizovať výnosy v podmienkach všeobecne nízkych úrokových sadzieb, v zlých interných systémoch riadenia (nesprávne motivačné schémy, chyby v riadení rizík), ale aj v slabej regulácii finančných trhov. Finančná kríza začala ako lokálny problém na hypotekárnom trhu USA v prvej polovici roka 2007. Veľmi rýchlo, cez vysoké vzájomné pohľadávky a záväzky medzinárodných finančných inštitúcií, sa problémy preliali z amerického hypotekárneho trhu na peňažné a medzibankové trhy vyspelých krajín. Tok úverov a kapitálu prakticky zastal. Nárast averzie k riziku u medzinárodných investorov zasiahol aj akciové trhy vyspelých krajín a následne aj trhy rozvíjajúcich sa ekonomík. Pod vplyvom veľkej neistoty a nedôvery trhy s voľnou likviditou a kľúčové finančné inštitúcie prestali fungovať. Ich funkcie museli prevziať štáty a centrálné banky. Výsledkom bol výrazný prepád medzinárodného obchodu a útlm svetovej ekonomickej aktivity – finančná kríza postupne prerástla do globálnej hospodárskej krízy.

Celosvetová finančná kríza slovenský finančný sektor a ekonomiku príliš neovplyvnila. Bankový sektor dlhodobo sleduje konzervatívny obchodný model (tradičné komerčné bankovníctvo) a orientuje sa predovšetkým na domácu ekonomiku. Bilancie bánk tak neboli výrazne zasiahnuté prepádami cien aktív na svetových finančných trhoch. Dôsledky finančnej krízy však pocítili najprv klienti niektorých finančných inštitúcií cez znehodnotenie svojich investícií a následne aj niektoré finančné inštitúcie, ktoré buď stratili klientov (podielové fondy), alebo dosiahli slabšie výnosy z finančných operácií (poisťovne). Tieto efekty globálnej finančnej krízy v domacom

prostredí však neovplyvnili domácu finančnú stabilitu. Finančný systém Slovenska odolával turbulenciám na finančných trhoch v druhom polroku 2008 aj vďaka potvrdenému smerovaniu krajiny do eurozóny a nízkej závislosti od krátkodobých zahraničných zdrojov.

Veľmi otvorenú ekonomiku Slovenska však nemohla neovplyvniť najväčšia svetová hospodárska kríza za posledných vyše 70 rokov cez prepád zahraničného dopytu. Prejavilo sa to v novembri a decembri 2008 v podobe hlbokého poklesu objemu domácej priemyselnej výroby a vývozu. Makroekonomická stabilita a silná výkonnosť ekonomiky v predošlom období pomáhali v priebehu roka 2008 zmierňovať dopady následkov globálnej hospodárskej krízy v našej reálnej ekonomike na domáci finančný sektor. Avšak riziká rastú a v druhej polovici roka 2009 možno očakávať, že tlak na kapitál bánk sa bude zväčšovať v dôsledku nárastu úverových strát. V uvedenom období už pravdepodobne dôjde k vyčerpaniu naakumulovaných finančných rezerv podnikov. Aj keď úvery domácnostiam sa javia ako menej rizikové, aj ich kvalita bude v konečnom dôsledku závisieť od dĺžky trvania útlmu v globálnom dopyte, resp. od tvaru krivky, ktorú bude zotavenie globálnej ekonomiky sledovať. V tejto otázke však pretrváva veľká neistota a viacero rizík, a to aj napriek objaveniu sa prvých signálov možného zlepšovania situácie (napr. pomalší pokles nových objednávok v spracovateľskom priemysle a priemyselnej produkcii v eurozóne, rast cien komodít a akciových trhov, a i.).

### RIZIKÁ VO VONKAJŠOM PROSTREDÍ

Oživenie globálnej ekonomiky bude brzdiť spätný negatívny efekt hospodárskej krízy na bilancie bánk. Miery nesplácaných úverov v komerčných bankách rýchlo rastú. Banky na jednej strane sprísňujú úverové štandardy a obmedzujú úverovanie, na druhej strane je aj dopyt po úveroch slabý v dôsledku napätých bilancií domácností (hlavne v USA) a podnikov a neistého výhľadu pre príjmy. Miery bankrotov v USA a eurozóne





rastú a očakáva sa ich ďalší rast. Kapitál bánk sa tak opäť môže dostať pod tlak.<sup>1</sup>

Taktiež ceny nehnuteľností v globálnom meradle pokračujú vo svojom prepade a tie v USA pravdepodobne svoje dno ešte v roku 2009 nedosiahnu. Z uvedených dôvodov je otázný aj efekt niektorých foriem priamej stimulácie spotrebného dopytu (napr. daňové úľavy), keď je pravdepodobnejšie, že domácnosti dodatočné voľné zdroje skôr usporia. Navyše masívne deficitné financovanie bude mať len dočasné účinky na reálnu ekonomiku, vzhľadom na limit pre rast fiškálnych deficitov. Bez naštartovania spotreby v krajinách so štrukturálne slabým spotrebným dopytom (Čína, Nemecko, Japonsko) je udržateľné oživenie globálnej ekonomiky ťažko predstaviteľné a rizikom je aj deflácia vo vyspelých ekonomikách. Negatívny efekt na oživenie globálneho rastu, v dôsledku v súčasnosti prevládajúcej vertikálnej špecializácie v medzinárodnom obchode, môže mať rozširovanie protekcionistických nálad.

### MAKROEKONOMICKÁ SITUÁCIA V ROKU 2008 A RIZIKÁ

Reálna ekonomika v roku 2008 čelila zhoršujúcim sa prejavom globálnej finančnej krízy ešte bez výraznejších problémov. Kondícia domáceho hospodárstva bola podložená niekoľkoročným udržateľným rastom ekonomickej aktivity, avšak Slovensko ako malá a veľmi otvorená ekonomika nemohla ostať nezasiahnutá negatívnym vývojom v externom prostredí.

Riziká pre domácu finančnú stabilitu majú tendenciu naďalej narastať, predovšetkým pod vplyvom negatívneho vývoja v externom prostredí, ktorý testuje schopnosť ekonomiky vyrovnávať sa s vonkajšími šokmi. Očakávaný pokles výkonnosti domácej ekonomiky by však nemal ohroziť udržanie dosiahnutej finančnej stability. V roku 2008 sa materializovalo najmä riziko prechodu krajín eurozóny do recesie a jeho postupný prenos do domáceho prostredia. Rizikom pre vývoj na Slovensku sú neistoty spojené s prípadným oddiaľovaním očakávaného oživenia v eurozóne.

Domáce prostredie pôsobilo v posledných rokoch na finančnú stabilitu priaznivo, došlo však k nevyhnutnému spomaľovaniu tvorby ziskov

podnikov. Vzhľadom na oneskorenia v reakcii trhu práce na vývoj v korporátnom sektore, príjmy domácností v období do konca roku 2008 výrazne zasiahnuté neboli, v nasledujúcom období však pociťujú aj domácnosti obmedzenia pre generovanie príjmov.

Hospodárska kríza odhalila riziká vyplývajúce z orientácie reálnej ekonomickej aktivity na pomerne úzky okruh exportných odvetví. Ukazuje sa, že odvetvia naviazané na domáci dopyt nie sú schopné kompenzovať výpadky príjmov exportného sektora a s určitým oneskorením sú tiež zasiahnuté poklesom ekonomickej aktivity. V podmienkach malej otvorenej ekonomiky sú navyše aj možnosti fiškálnej politiky stimulovať domáci dopyt obmedzené, multiplikačné efekty fiškálnych stimulov sú pomerne nízke. Výraznejšie prínosy možno očakávať len od štrukturálnych politík, zameraných na podporu rastového potenciálu ekonomiky.

Vzhľadom na výraznú orientáciu bankového sektora na financovanie domácej ekonomiky sa pokračovaním úverovania sektorov nefinančných korporácií a domácností zvyšuje vystavenie bánk voči kreditnému riziku týchto úverov. Riziká sektora nefinančných podnikov pre finančnú stabilitu majú tendenciu narastať vzhľadom na zužovanie priestoru na tvorbu zisku a rezerv v bilancií, čo determinuje ich absorpčnú schopnosť voči finančným šokom. Problematickým by bolo aj pokračovanie rýchlejšieho rastu miezd a jednotkových mzdových nákladov, keďže obmedzuje konkurencieschopnosť obchodovateľného sektora na zahraničných trhoch.

### VÝKONNOSŤ BANKOVÉHO SEKTORA V ROKU 2008

Medziročne sa celkový zisk bankového sektora v roku 2008 znížil o takmer 10 %. Tento výsledok bol skreslený výraznou stratou jednej banky. V prípade, že by sme túto banku nebrali do úvahy, celkovo by čistý zisk sektora medziročne stúpil o 6 %. Priemerná hodnota ukazovateľa ROE váženého priemerným objemom vlastných zdrojov dosiahla len 13,3 %, čo je medziročný pokles o vyše 4 percentuálne body ROE medziročne stúpilo len v piatich bankách, aj to v minimálnej miere. Vplývalo na to však aj zvyšovanie vlastných zdrojov vo viacerých bankách. Dominantným

<sup>1</sup> Podľa výsledkov vládneho stresového testovania amerických bánk (máj 2009) celkové straty v rokoch 2009-2010 môžu dosiahnuť 599 mld. USD. Banky budú potrebovať 75 mld. USD nového kapitálu, aby dodržali regulačné minimum.



zdrojom príjmov boli aj v roku 2008 úrokové príjmy. Najvýznamnejším zdrojom úrokových príjmov bol naďalej sektor obyvateľstva (rast 21 %), tesne nasledovaný nefinančnými spoločnosťami (rast 17 %). V poslednom štvrtroku 2008 pokleslo tempo rastu úrokových príjmov v bankách. Dôvodom bol pokles objemu nových úverov podnikom, znižovanie úrokových sadzieb na klientske úvery, ako aj rast úrokových nákladov v sektore domácností. V rámci neúrokových príjmov mali pozitívny vývoj najmä príjmy z obchodovania, ktoré medziročne stúpili o vyše 19 %. Príjmy z poplatkov a provízií stúpili medziročne o vyše 11 %. Najvýraznejší vplyv na zníženie tempa rastu celkového zisku, v niektorých prípadoch dokonca prepadu do straty, mala tvorba opravných položiek. Čistá tvorba opravných položiek medziročne vzrástla o viac než 340 % a dosiahla hodnotu 311 mil. €. Hoci táto suma bola ovplyvnená extrémnymi hodnotami v jednej banke (takmer 35 % všetkých opravných položiek bánk v tomto období), medziročný rast tvorby opravných položiek vo zvyšku sektora dosahoval stále výrazne vyššie hodnoty ako v roku 2007. Výrazný rast objemu tvorby opravných položiek bol reakciou na nárast zlyhávania úverov. Celkový nárast objemu zlyhaných pohľadávok v sektore dosiahol ku koncu roka 2008 29 %. Podiel prevádzkových nákladov na hrubých príjmoch, teda ukazovateľ *cost-to-income ratio* sa medziročne znížil z 59 % na 55 %, čo signalizuje zvýšenie prevádzkovej efektivity v sektore.

## RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE A ICH KRYTIE KAPITÁLOM

Klesol pomer objemu úverov k objemu vkladov. Ide o priaznivý stav z hľadiska finančnej stability, keďže banky pri financovaní klientov neboli závislé od volatilnejších finančných trhov, ale mali dostatok stabilných zdrojov od klientov. Ku koncu roka 2008 klesla hodnota ukazovateľa na 79 % za celý bankový sektor. Tento pokles bol spôsobený najmä zvýšeným objemom klientskych vkladov. Stav ukazovateľa odzrkadľuje hlavne vývoj v novembri a decembri 2008, keď až do októbra jeho hodnota rástla. K nárastu vkladov, najmä v poslednom štvrtroku, prispela príprava na prijatie eura od 1. januára 2009. Klienti bánk vkladali svoje voľné prostriedky na bankové účty, aby sa im tieto prostriedky automaticky prepočítali na eurá po prechode na spoločnú menu.

K nárastu vkladov prispeli aj pokračujúce redemácie podielových fondov. Nárast ceny zdrojov ako aj nízka dostupnosť dlhodobých zdrojov v dôsledku negatívneho vývoja na finančných trhoch obmedzovali možnosti na financovanie prostredníctvom HZL. Banky sa pri nových emisiách museli prispôsobiť trhovým podmienkam. Okrem nižšieho objemu sa to prejavilo najmä na skrátení maturity cenných papierov. Zároveň však došlo aj k spomaleniu hypotekárneho úverovania.

Celkový objem úverov, ktoré banky poskytli retailovému sektoru, sa v priebehu roka 2008 zvýšil o štvrtinu. Kým v prvom polroku čisté prírastky úverov mali rastúci trend, v druhom polroku tempo rastu pokleslo. Nové úvery začali klesať už na konci prvého štvrtroku 2008. V novembri 2008 objem nových spotrebiteľských úverov a úverov na bývanie bol dokonca nižší ako v rovnakom období roku 2007. Negatívne trendy v ekonomike a na trhu nehnuteľností znížili dopyt domácností po všetkých typoch úverov. Nárast cien nehnuteľností, najmä v roku 2007 a prvom štvrtroku 2008, výrazne prevýšil rast príjmov obyvateľstva. Nasledoval pokles dopytu na trhu nehnuteľností a pokles cien, ktorý sa prvýkrát objavil v druhom štvrtroku 2008. V treťom štvrtroku sa v domácej ekonomike začali výraznejšie prejavovať dopady svetovej hospodárskej krízy. Zhoršené očakávania a negatívny vývoj v reálnej ekonomike v poslednom štvrtroku ešte viac prispeli k poklesu cien na trhu rezidenčných nehnuteľností. Sprisňovanie štandardov všeobecne nemalo na objem poskytnutých úverov taký vplyv ako mal pokles dopytu.

Financovanie podnikového sektora bankami stúpilo k decembru 2008 medziročne o takmer 14 %. Rástli všetky hlavné agregáty podnikových úverov – investičné úvery, prevádzkové úvery a prečerpania na bežných účtoch. V porovnaní s predošlými rokmi sa však spomalilo tempo rastu úverov. Kým v prvom polroku malo tempo rastu stúpajúci trend, v treťom a štvrtom štvrtroku tempo medziročného rastu bolo nižšie alebo negatívne. Medziročný pokles v treťom a štvrtom štvrtroku zaznamenali banky pri investičných a prevádzkových úveroch. Pod vplyvom nepriaznivého výhľadu pre hospodársky vývoj sa banky pri poskytovaní úverov začali v druhom polroku 2008 správať podstatne opatrnejšie. Prísnejšie podmienky požadovali banky pri rôznych zmluv-



## ZHRNUTIE

ných podmienkach úverov. V sektore nehnuteľností sa to prejavilo najmä v požiadavkách na výšku kapitálového podielu investora, zmluvnú obsadenosť priestorov a pod. K celkovému poklesu tempa rastu úverov výrazne prispel aj pokles dopytu po nových úveroch zo strany podnikov.

Vlastné zdroje bankového sektora ku koncu roka 2008 predstavovali 3,8 mld. €, pričom oproti porovnateľnému obdobiu roka 2007 došlo k ich navýšeniu o 0,66 mld. €. V priebehu celého roka 2008 všetky banky plnili pomer požiadavky na vlastné zdroje k hodnote vykázaných vlastných zdrojov. V medziročnom porovnaní ku koncu roka 2008 rástla celková požiadavka na vlastné zdroje o 27 % (o 588 mil. € na hodnotu 2,77 mld. €), ako aj za všetky riziká jednotlivo. Dominantným rizikom bolo naďalej riziko kreditné, ktoré ku koncu roka 2008 predstavovalo 83%-ný podiel na požiadavke na vlastné zdroje.

Zadlženosť domácností na Slovensku výrazne rástla, no jej relatívna miera nie je vysoká (19 % HDP). Najväčšie zataženie príjmov splátkami úverov je u domácností s nižším príjmom; ich podiel na poskytnutých úveroch je však relatívne malý. Z hľadiska zataženosti splátkami sú rizikové aj domácnosti, ktorým boli poskytnuté úvery na bývanie v rokoch 2007 a 2008. Do veľkej miery je to spôsobené výrazným nárastom cien nehnuteľností v týchto rokoch. O vyššej rizikovosti týchto domácností, resp. im poskytnutých úverov, svedčí aj vývoj ukazovateľa pomeru objemu úveru k hodnote zabezpečenia (LTV). Keď v rokoch 2006, 2007 a prvom štvrtroku 2008 ceny nehnuteľností rástli vysokým tempom, banky začali poskytovať nové úvery pri vysokých hodnotách LTV. Prístup bánk sa čiastočne zmenil až v druhom polroku 2008, keď vzhľadom na zmeny na trhu nehnuteľností banky prísnejšie posudzovali tento ukazovateľ a priemerná hodnota LTV na nové úvery u viacerých bánk poklesla. Úvery domácnostiam vykazovali zvýšenú citlivosť na zmeny v úrokových sadzbach. Rast úrokových sadzieb v strednodobom horizonte zvyšuje kreditné riziko domácností. Rástol podiel úverov poskytnutých v regiónoch mimo hlavného mesta, čo v je v súčasnej krízovej situácii hospodárstva považované za rizikovejšie. Podiel zlyhaných úverov domácnostiam sa medziročne zvyšoval len mierne. Do veľkej miery to bolo ovplyvnené stále silným rastom objemu

úverov. Podiely zlyhaných úverov v roku 2009 však s vysokou pravdepodobnosťou budú stúpať. Je to dané očakávaným poklesom tempa rastu úverov, a so zhoršujúcou sa ekonomickou situáciou, aj vyšším objemom zlyhaných úverov. Potvrďuje to aj stresový scenár, v ktorom okrem iného predpokladáme, že v roku 2009 klesne reálny HDP o 4,3 % a v nasledujúcich dvoch rokoch sa úroveň produkcie nezmení. Za predpokladu, že objem poskytnutých úverov zostane v danom období nezmenený, uvedený scenár by zvýšil mieru nesplácaných úverov z 3 % na 6 %. Prípadné zníženie objemu poskytnutých úverov by malo za následok zvýšenie miery nesplácaných úverov nad 6%-nú hodnotu.

Portfólio podnikových úverov bankového sektora je citlivé na ekonomický pokles. Sektory výraznejšie citlivé na pokles ekonomiky tvorili na konci roka 2008 takmer 60 % portfólia podnikových úverov bánk. Finančná pozícia podnikov sa v poslednom štvrtroku 2008 zhoršila. Napriek negatívnym trendom v druhej polovici roka 2008, však sektor na konci roka 2008 naďalej generoval zisk a vykazoval ešte stále dostatočujúcu likvidnú pozíciu. Na sektor malo pozitívny vplyv priaznivé obdobie z predošlých rokov, počas ktorého si podniky vytvorili dobrú finančnú pozíciu. Potvrďujú to aj údaje o objeme zlyhaných úverov v bankách. Kreditná kvalita portfólia podnikových úverov sa v roku 2008 významne nemenila. Pri výraznejšom a dlhodobjšom pokračovaní negatívnych trendov, by sa „vankúš“ vytvorený podnikmi v priaznivých časoch mohol pomerne rýchlo rozplynúť. Z pohľadu stability celého sektora je podstatnou otázkou, ako sa budú správať skôr poskytnuté úvery. Stresové testovanie ukázalo vysokú citlivosť portfólií podnikových úverov niekoľkých bánk na zhoršenie makroekonomických podmienok. V prípade mierneho scenára by klesol ukazovateľ kapitálovej primeranosti pod 8 % v troch bankách, pričom u všetkých troch bánk je to dané najmä relatívne nízkou terajšou úrovňou ukazovateľa kapitálovej primeranosti. Pri predpoklade vážnejšieho stresového scenára by viaceré banky neboli schopné udržať ukazovateľ kapitálovej primeranosti nad 8%-nou hranicou. K trom bankám, ktorým by klesol ukazovateľ aj pri miernom scenári, by pribudli ďalšie tri. Ak by sme predpokladali, že banky by si ponechali zisk z roku 2008, tak pri miernom scenári by len jedna banka nedosiahla 8%-nú hranicu ukazovateľa kapitálovej primeranosti.



nosti. Pri vážnom scenári by sledovanú hranicu nespĺňali ďalšie 3 banky.

Analýza citlivosti kreditného rizika medzibankových vkladov a úverov ukázala nízku úroveň systémového rizika na domácom medzibankovom trhu. Systémové riziko na slovenskom medzibankovom trhu je vo všeobecnosti nízke aj vzhľadom na relatívne nízky objem medzibankových vkladov a úverov.

Priame vystavenie bánk voči devízovému riziku bolo k 31. decembru 2008 zanedbateľné. Bankový sektor nebol vystavený ani nepriamemu devízovému riziku. Iba 2,1 % úverov podnikom a 0,2 % úverov retailu bolo denominovaných v iných cudzích menách ako euro. Na Slovensku preto nehrozí nárast úverových splátok a s tým spojený nárast miery zlyhania úverov v prípade oslabenia domácej meny, ako je tomu vo viacerých iných krajinách strednej a východnej Európy.

V krátkodobom horizonte by ziskovosť väčšiny bánk nemala byť výraznejšie ovplyvnená pohybmi úrokových sadzieb. Iba malá časť aktív a pasív bánk (približne 10 %) je preceňovaná na reálnu hodnotu proti zisku a strate. Negatívny dopad by mal nárast sadzieb, pretože časť týchto aktív tvoria dlhopisy s dlhšou duráciou, zatiaľ čo pri pasívach ide najmä o krátkodobé vklady. Nárast úrokových sadzieb by negatívne ovplyvnil ekonomickú hodnotu bilancii (hodnotu všetkých aktív a pasív) bánk v dlhodobejšom horizonte. Stresové scenáre zníženia základnej úrokovej sadzby ECB a zvýšenia kreditných spreadov mali pozitívny dopad na ziskovosť bankového sektora.

Krátkodobá likvidita v sektore ako celku v roku 2008 narástla. V niektorých bankách však možno pozorovať zhoršenie situácie. Pre väčšinu bánk je podmienkou udržania dobrej likvidnej pozície, aby časť vkladov ostala v banke dlhšie, ako je ich splatnosť. Stresový scenár poklesu objemu vkladov klientov o 20 % spôsobil pokles mediánovej hodnoty ukazovateľa likvidity do 7 dní z 97 % na 79 % a mediánovej hodnoty ukazovateľa likvidity do 3 mesiacov zo 76 % na 69 %. Riziko likvidity z dlhodobého hľadiska bolo aj ku koncu roka 2008 relatívne nízke. Vo väčšine bánk sú ich úverové aktivity financované vkladmi klientov alebo emisiou dlhodobějších cenných papierov, nie krátkodobými prostriedkami z medzibankového trhu.

## SITUÁCIA A RIZIKÁ V ĎALŠÍCH FINANČNÝCH INŠTITÚCIÁCH

V roku 2008 sa finančná situácia väčšiny poisťovní zhoršila v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Celkový zisk poisťovní sa znížil takmer na polovicu a dosiahol výšku 108 mil. €. Rentabilita vlastného imania klesla z 18,8 % v roku 2007 na 9,1 %. Skončil sa tak výrazný rast ziskovosti pozorovaný od roku 2003. K poklesu ziskovosti významne prispeli tri hlavné faktory – pokles výnosnosti finančných aktív, nižší technický výsledok neživotného poistenia a zvýšené odkupy pri zmluvách životného poistenia. Všetky poisťovne spĺňali zákonné požiadavky na solventnosť. Technické rezervy poisťovní pokračovali v rastovom trende minulých rokov. Ich umiestnenie bolo naďalej konzervatívne. Vo väčšine poisťovní je trhové riziko, ktoré by mohlo mať priamy dosah na vykázaný výsledok hospodárenia, takmer zanedbateľné. Hodnota aktív viacerých poisťovní je však vystavená zmenám úrokových sadzieb. Veľkú časť aktív poisťovní tvoria dlhové cenné papiere, v niektorých poisťovniach dokonca s relatívne vysokou duráciou. Pri paralelnom raste úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod by hodnota aktív v poisťovních poklesla o 4 %. Táto strata by sa však neprejavila celá vo vykazanom výsledku hospodárenia alebo v zmenách vo vlastnom imaní. Väčšia časť straty by sa prejavila iba postupne zmenou úrokových príjmov. Ak by sme brali do úvahy iba aktíva, ktoré sa preceňujú na reálnu hodnotu proti zisku a strate alebo vlastnému imaniu, strata by bola na úrovni 0,6 % aktív.

Finančná kríza významne zasiahla sektor kolektívneho investovania – veľkosť sektora sa v roku 2008 zmenšila o takmer 30 %. Najväčší pokles NAV bol v akciových fondoch; peňažné fondy si upevnili postavenie v sektore. Rizikovosť investícií v podielových fondoch bola ovplyvnená nárastom volatility na finančných trhoch, a na druhej strane umiestnením investícií najmä do fondov s nízkym rizikom.

Na systém starobného dôchodkového sporenia v roku 2008 vplývali dve udalosti: pokračovanie a prehĺbenie svetovej finančnej krízy a otvorenie systému pre dobrovoľné vstupy aj výstupy sporeiteľov. Poklesom cien niektorých druhov aktív fondov sa následne znížili aj výnosy týchto fondov. Tým dosiahla ročná výnosovosť v druhom



## Z H R N U T I E

dôchodkovom pilieri kladné čísla len v prípade konzervatívnych fondov. Kríza na finančných trhoch, ktorá prebiehala počas celého roka 2008, sa výrazným spôsobom podpísala pod zmenu základnej štruktúry portfólia podľa typov finančných nástrojov. Za hlavný posun možno označiť nárast podielu dlhopisov na úkor všetkých ostatných typov investícií. Celkový počet sporiteľov v systéme sa počas roka 2008 znížil približne o 75,5 tisíc na 1 483 124. Čistá hodnota majetku spravovaná vo fondoch dôchodkových správcovských spoločností pokračovala v raste aj počas roka 2008 a na jeho konci dosiahla úroveň 2,23 mld. €. V porovnaní s rokom 2007 ide o výrazné spomalenie rastu, čo je vo veľkej miere ovplyvnené základným efektom, avšak v tomto prípade na spomalenie vplýval aj odchod časti sporiteľov, ktorých naakumulovaný majetok sa previedol z dôchodkových fondov do Sociálnej poisťovne. Tento fakt, v malej miere podporený aj poklesom hodnoty vybraných aktív, mal

dokonca za následok pomerne značné zníženie absolútneho prírastku čistej hodnoty majetku v roku 2008 oproti predchádzajúcemu roku. Tradične len nevýznamné zmeny nastali v rozdelení čistej hodnoty majetku do predpísaných troch typov fondov.

Objem majetku spravovaný piatimi doplnkovými dôchodkovými spoločnosťami (DDS) tretieho piliera dôchodkového zabezpečenia kontinuálne rástol počas celého roka 2008. Čistá hodnota majetku v systéme dosiahla ku koncu sledovaného obdobia úroveň 936 mil. €. Až 97 % patrilo do sporivej fázy cyklu doplnkového dôchodkového zabezpečenia, čiže príspevkovým fondom. Štruktúra majetku sa, podobne ako v II. pilieri, menila v prospech dlhopisov. Výnosy fondov III. piliera boli takisto ovplyvnené krízou na finančných trhoch. Priemerný ročný výnos vážený NAV k 31.12.2008 dosiahol pri príspevkových fondoch -2 %.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

Č A S Ť B

# SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE

B







NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

# VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1







# 1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

## 1.1 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V MEDZINÁRODNOM PROSTREDÍ

V roku 2008 pokračovalo rýchle zhoršovanie výkonnosti globálnej ekonomiky, ktoré sa začalo prejavovať v poslednom štvrtroku 2007. Zmenu vo vývoji globálneho ekonomického cyklu spôsobila hypotekárna kríza v USA, ktorá sa v auguste 2007 cez medzinárodné úverové trhy preniesla do bankových systémov ďalších vyspelých krajín. Finančná kríza tak nabrala globálne rozmery a postupne zasiahla rôzne segmenty finančného trhu a viaceré krajiny. Nárast nedôvery medzi jednotlivými subjektmi na finančnom trhu spôsobil, že mnohé firmy a trhy prestali fungovať a funkcie súkromných finančných inštitúcií museli prevziať vlády. Globálny finančný systém sa v roku 2008 ocitol v najhoršej kríze od roku 1929. Enormné finančné straty a neistota v konečnom dôsledku paralyzovali medzinárodný obchod a spôsobili nečakane prudký prepád globálnej ekonomiky najmä v posledných mesiacoch roka 2008. V dôsledku toho sa očakáva, že rast globálnej ekonomiky bude v roku 2009 najslabší od skončenia druhej svetovej vojny.

### 1.1.1 VÝVOJ VO SVETOVEJ EKONOMIKE

*Dynamika ekonomického rastu vyspelých krajín sa v priebehu roka 2008 zhoršovala a v posled-*

*nom štvrtroku 2008 sa väčšina z nich dostala do recesie. Rozvíjajúce sa ekonomiky začali výraznejšie spomaľovať až koncom roka 2008*

V prvom polroku 2008 sa zhoršovala najmä výkonnosť vyspelých krajín. Tie boli zasiahnuté šokmi v podobe klesajúcich cien nehnuteľností, rastom inflácie<sup>2</sup> a prehlbovaním sa finančnej krízy. Naopak väčšina rozvíjajúcich sa ekonomík naďalej produkovala na alebo nad úrovňou svojho potenciálneho produktu, najmä vďaka silnému domácejmu dopytu. Objavili sa dokonca kontroverzné názory, že hospodársky vývoj v rozvíjajúcich sa krajinách sa definitívne zbavil závislosti od vývoja vo vyspelých ekonomikách. V prospech týchto nepodložených očakávaní hovorili výrazné zlepšenia v politikách rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré viedli k zmierneniu vnútorných a vonkajších nerovnováh, značný pokrok v budovaní kľúčových inštitúcií a vysoké objemy naakumulovaných devízových rezerv. K týmto názorom mohli prispieť aj nesprávne očakávania, že ceny potravín a nerastných surovín – vývozný artikl a významný zdroj príjmov viacerých rozvíjajúcich sa krajín – budú pokračovať v raste, alebo si udržia vysokú úroveň. Rýchly rast produktivity a reálnych príjmov v ostatných 20 rokoch spôsobili nárast konečnej spotreby v tejto skupine krajín. Všetky tieto faktory hovorili v prospech vyššej schopnosti mnohých rozví-

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

	2007	2008	2009	2010
Svetová produkcia	5,2	3,2	-1,3	1,9
Vyspelé ekonomiky	2,7	0,9	-3,8	0,0
USA	2,0	1,1	-2,8	0,0
Eurozóna	2,7	0,9	-4,2	-0,4
Japonsko	2,4	-0,6	-6,2	0,5
Rozvíjajúce sa ekonomiky	8,3	6,1	1,6	4,0
Stredná a východná Európa	5,4	2,9	-3,7	0,8
Ázia	10,6	7,7	4,8	6,1
Čína	13,0	9,0	6,5	7,5
Objem svetového obchodu	7,2	3,3	-11,0	0,6

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: Údaje za roky 2009 a 2010 sú prognózy.

<sup>2</sup> Podľa prepočtov Lombard Street Research prudký špekulatívny rast cien komodít znížil v období medzi tretím štvrtkom 2007 a tretím štvrtkom 2008 reálne príjmy globálnych spotrebiteľov o približne 2 %.



**Tabuľka 2 Štvrťročný rast objemu HDP v roku 2008 (%)**

	Zmena oproti predchádzajúcemu štvrťroku				Zmena oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
EÚ15	0,7	-0,3	-0,2	-1,5	2,1	1,4	0,6	-1,3
EÚ27	0,5	-0,1	-0,3	-1,5	2,4	1,7	0,7	-1,3
EA16	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	2,2	1,5	0,6	-1,3
USA	0,2	0,7	-0,1	-1,6	2,5	2,1	0,7	-0,8
Japonsko	0,2	-0,9	-0,6	-3,3	1,4	0,6	-0,2	-4,6

Zdroj: Eurostat.  
Poznámka: Zmeny oproti predchádzajúcemu štvrťroku sú sezónne očistené.

jajúcich sa krajín flexibilne čeliť rizikám zhoršenia ekonomickej situácie cez kanál obchodných väzieb. Avšak postupom času, so zhoršujúcimi sa podmienkami pre úverovanie vo vyspelých krajinách a klesajúcimi hodnotami finančných aktív a cien nehnuteľností, čoraz slabší dopyt zo strany vyspelých krajín začal v štvrtom štvrťroku 2008 negatívne vplývať aj na výkonnosť rozvíjajúcich sa ekonomík.<sup>3</sup> Potvrdila sa naďalej veľmi silná závislosť tvorby pridanej hodnoty vo viacerých rozvíjajúcich sa krajinách a regiónoch od konečnej spotreby vo vyspelých krajinách, resp. iných regiónoch. Okrem slabnúceho zahraničného dopytu boli rozvíjajúce sa krajiny v druhom polroku 2008 poznačené aj prudkým prepadosm v cenách komodít a nárastom globálnej averzie k riziku.

### 1.1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EÚ A EUROZÓNE

#### *Európska únia sa v druhom polroku 2008 dostala do recesie*

Kým ešte počas väčšiny roka 2007 boli ekonomiky Európskej únie (EÚ27) a eurozóny (EA15) v relatívne dobrej kondícii, v priebehu roka 2008 výrazne znižovali svoj rast. Spočiatku boli dôvodmi najmä zhoršujúci sa stav ekonomiky USA, rastúca inflácia, silné euro a klesajúce ceny nehnuteľností. Panika na finančných trhoch však prispela k skokovému zhoršeniu ekonomickej výkonnosti v poslednom štvrťroku 2008 – do červených čísel sa dostal rast konečnej spotreby domácností a výrazne sa spomalilo tempo rastu investícií do fixného kapitálu a najmä exportu. Z údajov Eurostatu o vývoji hrubého domáceho produktu vyplýva, že EÚ27 aj EA15 boli v druhej polovici roka 2008 už v technickej recesii.<sup>4</sup> Za

celý rok 2008 tak ekonomiky EÚ27 a EA15 rástli len o 0,9 %, resp. 0,8 %.

### 1.1.3 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V KRAJINÁCH REGIÓNU V4

#### *Spomalovala sa aj hospodárska výkonnosť regiónu V4, zvlášť výrazne v 4. štvrťroku 2008*

Vzhľadom na silné obchodné napojenie na eurozónu, aj región V4 zaznamenal v roku 2008 klesajúcu dynamiku hospodárskeho rastu. Recesia v eurozóne sa prejavila aj na tempách rastu ekonomík Česka, Maďarska a Poľska,<sup>5</sup> ktoré najmä v štvrtom štvrťroku 2008 boli na podstatne nižšej úrovni, než bol trend v predchádzajúcich rokoch. Maďarsko sa v druhom polroku 2008 dostalo do recesie. Okrem zhoršujúcich sa vonkajších podmienok bol príčinou aj negatívny vplyv stabilizačných opatrení vlády na spotrebiteľský a investičný sentiment domácich ekonomických subjektov. Finančná kríza mala zvlášť silný dopad na maďarskú ekonomiku v štvrtom štvrťroku, keď dovtedy silný rast úverov súkromnej sféry sa prudko spomalil. Česko, podobne ako ostatné otvorené ekonomiky v regióne, bolo zasiahnuté najmä zlou ekonomickou situáciou u jeho najdôležitejších exportných partnerov. Prejavil sa aj opatrnejší prístup komerčných bánk k úverovaniu podnikov a obyvateľstva. Uzavretejšej ekonomiky Poľska sa prepadosm v zahraničnom dopyte dotkol miernejšie. Na slabšiu výkonnosť ekonomiky vplývali najmä nižšie investície a slabší rast úverov.

#### *Po silnom raste veľmi slabá výkonnosť v roku 2009*

Výhľad pre výkonnosť ekonomík regiónu V4 v roku 2009 nie je príliš optimistický z dôvodu veľmi slabej výkonnosti ekonomiky eurozóny a závis-

<sup>3</sup> V štvrtom štvrťroku sa väčšina vyspelých krajín dostala do technickej recesie.

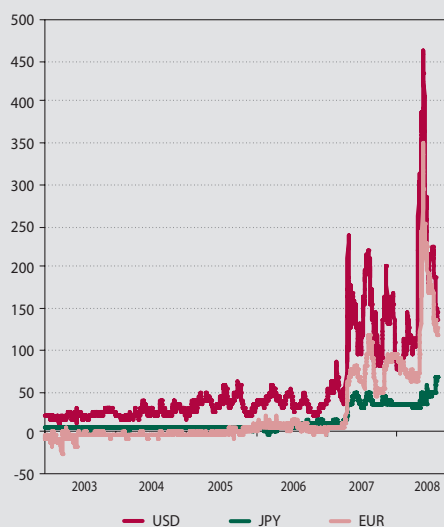
<sup>4</sup> Ekonomika sa nachádza v technickej recesii, ak vykáže dva po sebe idúce štvrťroky pokles.

<sup>5</sup> Podrobná analýza ekonomickeho vývoja Slovenska je v kapitole 2.

**Graf 1 Rast reálneho HDP  
(medziročná zmena v %)**


Zdroj: European Commission Spring 2009 Economic Forecast, máj 2009.

Poznámka: Údaje za roky 2009 a 2010 sú prognózy.

**Graf 2 TED Spreads (bázické body)**


Zdroj: IMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: TED Spread vyjadruje rozdiel (rozpätie) medzi 3-mesačným LIBOR-om (sadzba za ktorú sa požičiavajú 3-mesačné zdroje v danej mene na londýnskom medzibankovom trhu) a 3-mesačnou sadzbou na vládne dlhopisy. Čím je toto rozpätie väčšie, tým je vnímané riziko defaultu protistrany na medzibankovom trhu vyššie, resp. kreditné riziko v ekonomike je všeobecne vyššie.

losti od zahraničného financovania (najmä v prípade Maďarska), ktoré sa výrazne obmedzí.

## 1.2 VÝVOJ NA MEDZINÁRODNÝCH FINANČNÝCH TRHOCH

Finančné trhy boli v roku 2008 poznačené veľmi vysokou mierou neistoty. Úverové a peňažné trhy boli paralyzované a akciové trhy zaznamenali dramatický prepád. Zasiiahnuté boli aj akciové trhy rozvíjajúcich sa krajín, hoci v roku 2007 ešte dobre odolávali rastúcim rizikám a zhoršujúcejmu sa výhľadu pre globálnu ekonomiku.

### 1.2.1 PEŇAŽNÉ TRHY

**Fungovanie peňažných a medzibankových trhov s významnými svetovými menami bolo v roku 2008 výrazne obmedzené**

Počas roka sa stupňovalo napätie na významných peňažných a medzibankových trhoch (najmä USD, EUR, GBP). Dôvodom bol vysoký dopyt po likvidite, ktorý bol vyvolaný potrebou finančných inštitúcií znižovať finančnú páku, zmra-

zením alternatívnych trhov financovania (napr. americký trh krátkodobého podnikového financovania) a zadržiavaním prebytočnej likvidity finančnými inštitúciami (neochota požičiavať si navzájom súvisela s vysokým vnímaním rizika protistrany). Situácia sa výrazne skomplikovala po kolapse a existenčných problémoch viacerých významných finančných inštitúcií v USA, Veľkej Británii a eurozóne (bližšie v časti 1.2.6 a box 3). Napätia mali tendenciu sa prenášať z amerických dolárových peňažných trhov na eurové peňažné trhy prostredníctvom devízových swapových trhov (zabezpečené devízové trhy), keď swapová sadzba rástla z dôvodu rastu rizík protistrán. Európske finančné inštitúcie sa prostredníctvom devízových swapových trhov snažili zabezpečiť dolárovú likviditu na prefinancovanie svojich expozícií voči dolárovým mimobilančným štruktúram, ktoré slúžili na sekuritizáciu aktív, a iným aktívam denominovaným v amerických dolároch.<sup>6</sup> Jednotlivé centrálné banky predstavili paletu rôznych programov na dodávanie likvidity v daných menách na trhy a na zlepšenie dolárovej likvidity boli dohodnuté aj swapové linky medzi Fedom, ECB a Švajčiarskou národnou bankou (neskôr sa pridali ďalšie centrálné banky).<sup>7</sup>

- 6 Od roku 2000 do roku 2008 narástli dolárové aktíva európskych bánk z objemu zhruba 2,8 bil. USD na takmer 9 bil. USD. Významným zdrojom financovania týchto aktív až do krachu Lehman Brothers boli aj americké peňažné fondy. Bližšie v: Baba, N., McCauley, R. N., Ramaswamy, S.: US dollar money market funds and non-US banks. BIS Quarterly Review, marec 2009.
- 7 Pôžičky Fedu európskym centrálnym bankám dosiahli až 600 mld. USD. Najmä po bankrote Lehman Brothers bol prístup k dolárovej financovaniu prostredníctvom trhov pre európske banky veľmi výrazne obmedzený.

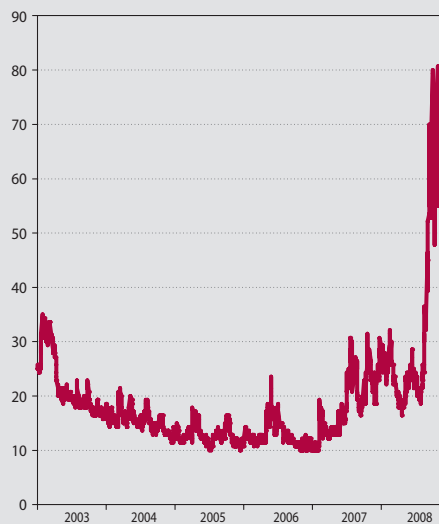


**Graf 3 Vývoj na vyspelých akciových trhoch (index, týždenné údaje, 1. 1. 1990 = 100)**



Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2009.

**Graf 4 Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX (denné údaje, %)**



Zdroj: CBOE.

Poznámka: VIX je index volatility, ktorý meria implikovanú volatilitu akciových trhov z cien opcí na index S&P 500. VIX vyjadruje veľkosť averzie investorov voči riziku. Jeho hodnoty nad 20 hovoria o zvýšenej averzii voči riziku. Hodnoty nad 50 indikujú veľmi vážne obavy investorov.

### **Fungovanie peňažných trhov bude problematické až kým sa nepodarí odbúrať vzájomnú nedôveru medzi jednotlivými hráčmi**

Hoci opatrenia centrálnych bánk na prísun likvidity pomohli do určitej miery zmierniť napätia na peňažných trhoch, najväčším problémom ostávajú kreditné riziká spojené so štruktúrovanými cennými papiermi a neistota ohľadom rozsahu portfólií týchto nástrojov v držbe jednotlivými finančnými inštitúciami. Kým sa nepodarí zrealizovať hodnotu a sprehľadniť držbu týchto nástrojov, peňažné trhy zrejme nebudú fungovať hladko.

#### **1.2.2 AKCIOVÉ TRHY**

### **Výkonnosť akciových trhov vyspelých krajín, a aj rozvíjajúcich sa ekonomík bola v roku 2008 silne negatívna**

Výkonnosť globálnych akciových trhov bola v roku 2008 silne negatívna. Napríklad index S&P 500 sa znehodnotil až o 34 %. Ceny akcií zvlášť rýchlo klesali v poslednom štvrtroku 2008, čo bolo sprevádzané prudkým nárastom ich volatility. Tento vývoj bol dôsledkom rastúcich obáv

investorov o zdravie finančných inštitúcií, ktoré sa vystupňovali najmä po bankrote americkej investičnej banky Lehman Brothers v septembri 2008 (časť 1.2.6), a rastúcich obáv ohľadom ekonomického vývoja a jeho dopadu na ziskovosť podnikov. Kým ešte v roku 2007 akciové indexy rozvíjajúcich sa trhov svojím výkonom prekonal indexy vyspelých trhov,<sup>8</sup> v roku 2008 sa tento trend otočil. Za celý rok index MSCI Emerging Markets klesol až o približne 49 %.

### **Skoré a trvalejšie zlepšenie situácie na akciových trhoch je málo pravdepodobné**

Ceny akcií dosahujú historicky nízke úrovne, a preto existuje silný podnet pre ich nákup a postupné zotavenie trhov. Avšak vzhľadom na nepriaznivý výhľad pre globálnu ekonomiku a budúci rast firemných príjmov možno očakávať,<sup>9</sup> že do konca roka 2009 budú akciové trhy výrazne volatilné. Napäté bilancie bánk a nutnosť znižovania finančnej páky nebudú priať ani kapitálovým tokom do rozvíjajúcich sa krajín, čo sa prejaví aj na výkone tamajších akciových trhov. Investori budú v dohľadnej budúcnosti preferovať vysoko kvalitné a likvidné aktíva.

<sup>8</sup> Zatiaľ čo sa napríklad S&P 500 v roku 2007 zhodnotil len o 3,7 %, MSCI Emerging Markets si polepšil až o 36,5 %.

<sup>9</sup> UBS odhaduje, že až takmer 50 % firiem nevyplatí v roku 2009 žiadne dividendy. V roku 2008 dosiahol tento podiel približne 18 %.

**Tabuľka 3 Indexy akciových trhov (priemerná zmena v % oproti predchádzajúcemu obdobiu)**

	2008				Koniec časového obdobia					
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Svet	-9,5	-2,5	-15,7	-22,2	30,8	12,8	7,6	18	7,1	-42,1
Vyspelé trhy	-9,1	-6,2	-24,1	-26,5	21,1	25,7	9,6	30,0	14,3	-52,1
Rozvíjajúce sa trhy	-11,3	-1,6	-27,6	-27,9	51,6	22,4	30,3	29,2	36,5	-54,5

Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2009.

### 1.2.3 DLHOPISOVÉ TRHY

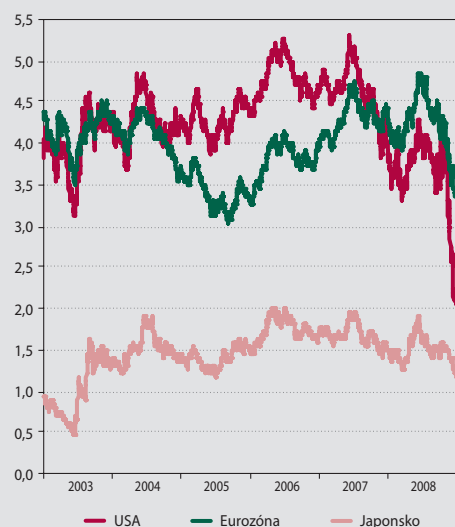
#### Výnosy vládnych dlhopisov mali v roku 2008 veľmi volatilný vývoj

Vládne dlhopisy vyspelých krajín (najmä USA a Nemecka) sú investormi všeobecne považované za bezpečný prístav v časoch turbulentných trhov. Túto skutočnosť odzrkadľoval vývoj výnosov z vládnych dlhopisov USA a eurozóny predovšetkým v posledných dvoch mesiacoch roka 2008. Kým v prvej polovici roka sklon výnosových kriviek narastal pod vplyvom obáv z inflácie, v júli 2008 nastúpili dlhodobé sadzby klesajúci trend, čo prispelo k splošteniu výnosových kriviek. Na jeseň bol sklon americkej výnosovej krivky opäť strmší v dôsledku znižovania kľúčových sadzieb

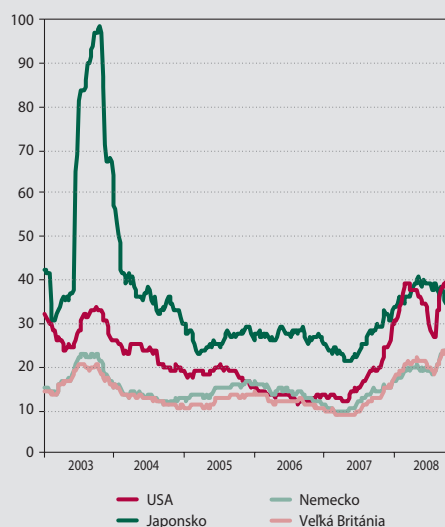
Fedom. Počnúc novembrom však dlhodobé výnosy zaznamenali rapidný prepád pod vplyvom veľkých obáv o finančný sektor a vývoj globálnej ekonomiky. Výraznejší koncoročný prepád výnosov vládnych dlhopisov v USA než v eurozóne mohol súvisieť aj s oznámením Fedu o možnosti nakupovania dlhodobých štátnych cenných papierov, čo predstavuje formu menej štandardnej monetárnej stimulácie ekonomiky (tzv. kvantitatívne uvoľnenie).

#### Prudký nárast averzie k riziku viedol k výraznému rastu výnosových spreadov pre štátne dlhopisy rozvíjajúcich sa krajín

Rizikové marže štátnych dlhopisov rozvíjajúcich sa krajín, merané indexom EMBI Global, pokra-

**Graf 5 Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov (denné údaje, v %)**


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

**Graf 6 Historická volatilita výnosov štátnych dlhopisov (týždenné údaje, v %)**


Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2009.

Poznámka: Volatilita je vypočítaná ako rolujúca 100-dňová analízovaná štandardná odchýlka zmien vo výnosoch na 10-ročné štátne dlhopisy.



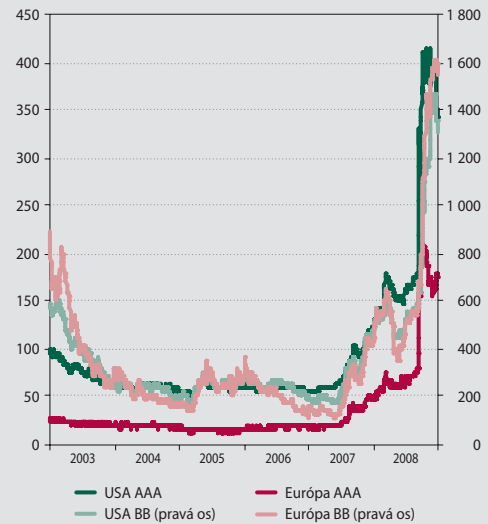


**Graf 7 Úrokové rozpätia na rozvíjajúcich sa trhoch (bázické body)**



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.  
Poznámka: JP Morgan EMBI Global Index zachytáva rozpätie medzi výnosmi dlhových nástrojov emitovaných vládami rozvíjajúcich sa krajín a denominovaných v USD a výnosom amerických štátnych dlhopisov s porovnateľnou splatnosťou. JP Morgan CEMBI Broad Index zachytáva výnosy podnikových dlhopisov emitovaných rozvíjajúcimi sa krajinami a denominovaných v USD a výnosom amerických štátnych dlhopisov s porovnateľnou splatnosťou.

**Graf 8 Podnikové spready (bázické body)**



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

čovali v rastovom trende, ktorý nastúpili v polovici roka 2007 z historicky nízkych úrovní okolo 200 bázických bodov. Na jeseň dosiahli úroveň asi 400 bázických bodov. Následne pod vplyvom paniky a silného nárastu averzie k riziku vyvolanej bankrotom Lehman Brothers a sériou záchranných prevzatí v septembri 2008 vysokočili koncom roka k úrovniam nad 900 bodov.

**V roku 2008 pokračovalo aj precenenie kreditného rizika firiem, ktoré sa začalo v polovici roka 2007**

Spready na podnikové dlhopisy mierne poklesli v marci 2008 po záchrane investičnej banky Bear Sterns, no v septembri 2008 sa úverové trhy opäť silno otriasli. Indexy CDS naprieč všetkými kategóriami rizikovosti finančných aj nefinančných spoločností dosiahli koncom septembra historicky vysoké úrovne.<sup>10</sup> Pod vplyvom vysokého systémového rizika investori úplne stratili dôveru v dlhové cenné papiere. Schválenie vládneho záchranného programu TARP (bližšie v časti 1.2.6), ktorého cieľom bolo obnoviť dôveru na

úverových trhoch, pomohlo znížiť vnímané riziko ďalších bankrotov. Prejavilo sa to miernym poklesom bankových rozpätí CDS, no prémie CDS pre globálne bankové skupiny ostali na relatívne vysokej úrovni.

**Dlhopisové a úverové trhy budú v najbližšom období naďalej poznačené vyššou averziou k riziku**

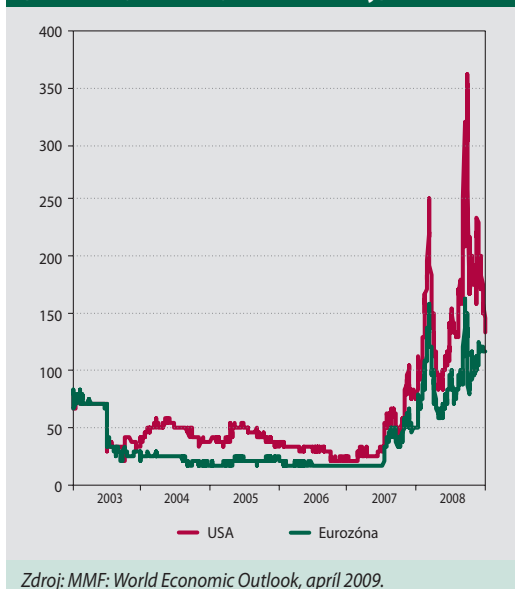
V nadchádzajúcom období je pravdepodobné, že globálny hospodársky útlm a vysoká miera vnímaného rizika na finančných trhoch bude udržovať úverové spready na zvýšených úrovniach. Najmä štruktúrované úverové trhy budú naďalej málo aktívne. Trhy so zložitejšími a ťažko oceneľnými štruktúrovanými nástrojmi (napr. CDO) môžu ostať zmrazené, až kým sa v ne obnoví dôvera investorov (nevzniknú lepšie modely pre ich oceňovanie, nezlepší sa ich transparentnosť).

**1.2.4 DEVÍZOVÉ TRHY**

**Volatilita kurzu eura a amerického dolára dosiahla rekordné úrovne a vysoká neistota na devízových trhoch bude pretrvávajúť**

Americký dolár pokračoval v oslabovaní voči euru počas prvého polroka 2008, aj keď o niečo pomalším tempom ako v roku 2007. V júli

<sup>10</sup> CDS (credit default swap) je úverový derivátový kontrakt medzi dvoma protistranami. Kupujúci platí pravidelné platby predávajúcemu. Predávajúci ako protihodnotu kupujúcemu poskytuje poisťnú ochranu (plnenie) v prípade, že podkladový dlhový nástroj zdefaultuje alebo tretia strana (referenčná entita) nesplní svoj záväzok. Indexy CDS zachytávajú vývoj ceny poistenia pre rôzne dlhy podľa ich ratingového stupňa a nepriamo tak indikujú veľkosť trhom vnímaného kreditného rizika.

**Graf 9 Bankové rozpätia CDS  
 (10-ročné, medián, bázičné body)**

**Graf 10 Vývoj bilaterálnych nominálnych  
 výmenných kurzov (týždenné údaje, index,  
 3. 1. 2003 = 100)**


2008 sa však tento trend otočil a dolár sa voči euru až do konca októbra prudko zhodnocoval. Dôvodom tohto obratu bolo spočiatku prehodnotenie očakávaní investorov ohľadom dopadu krízy na hospodárstvo eurozóny negatívnym smerom, no neskôr bolo rýchle zhodnocovanie dolára spôsobené rozsiahlou repatriáciou zahraničných investícií amerických investorov. Americký dolár na jeseň 2008 podporil aj silný dopyt medzinárodných bánk po dolári v dôsledku potreby prefinancovať obrovský objem investícií do nelikvidných štruktúrovaných cenných papierov. Dolár ešte v decembri prudko oslabil voči euru v dôsledku rapídneho zníženia kľúčových sadzieb Fedom až k nule. Relatívna sila dolára voči euru však bude pretrvávajúť, kým bude trvať nedostatok dolárových zdrojov na globálnych medzibankových trhoch. V dlhšom horizonte, keď sa zmierni veľká neistota na medzinárodných finančných trhoch, je skôr možné očakávať pokles hodnoty dolára v dôsledku obmedzenia jeho úlohy bezpečného prístavu pre investorov. Ku koncu roka dosiahla neistota ohľadom vývoja výmenného kurzu EUR/USD meraná realizovanou volatilitou kurzu historicky vysokú úroveň. Implikovaná volatilita pre jednomesačný a trojmesačný horizont koncom roka 2008 naznačovala pretrvávajúce silných krátkodobých výkyvov (veľkú neistotu) v úrovni výmenného kurzu.

### 1.2.5 KOMODITNÉ TRHY

**Kým ceny komodít pod tlakom špekulatívnych nákupov v prvom polroku 2008 rástli, v druhom polroku sa ich vývoj otočil. Vnímaná neistota ohľadom vývoja cien ropy bude naďalej vysoká**

Komoditné trhy pokračovali vo svojom rýchlym raste počas prvého polroku 2008. Ceny ropy, ktoré obzvlášť prudko rástli už v roku 2007, dosiahli svoj vrchol na úrovni takmer 150 USD za barel na začiatku júla 2008.<sup>11</sup> Následný prudký pokles cien, až k úrovni okolo 40 USD za barel koncom decembra 2008, bol spôsobený najmä všeobecným poklesom dopytu po ropy v dôsledku nepriaznivého výhľadu pre globálnu ekonomiku, a tiež zmenami v obchodných stratégiách mnohých finančných inštitúcií.<sup>12</sup> Ani dve rozhodnutia ropného kartelu OPEC o výraznom znížení objemu ťažby ropy nezastavili prepád jej cien. Dôvodom mohlo byť aj očakávané spustenie prevádzky nových ťažobných zariadení v rokoch 2009 a 2010. Volatilita cien ropy dosiahla v roku 2008 vysoké hodnoty a očakáva sa, že bude pretrvávajúť aj v nasledujúcom období. Vysoká neistota investorov ohľadom cien ropy je spôsobená celkovo vysokou averziou k riziku a neistým výhľadom pre globálnu ekonomiku. Kým ceny väčšiny

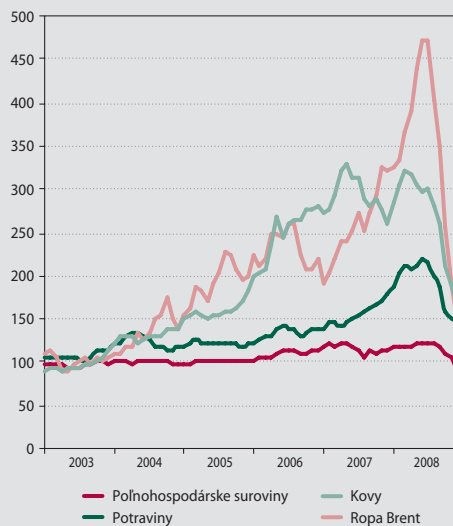
<sup>11</sup> Tento prudký rast cien nerastných surovín (vrátane kovov a energetických surovín) a poľnohospodárskych komodít bol vyvolaný investormi, ktorí sa v lete 2007 začali vo veľkom zbavovať dolárových finančných aktív a voľné zdroje investovali predovšetkým do komoditných derivátov. Dôvodom tohto špekulatívneho správania sa investorov bolo pravdepodobne rýchle znižovanie kľúčových sadzieb Fedu USA v reakcii na problémy na finančných trhoch.

<sup>12</sup> Pod vplyvom veľkej neistoty na finančných trhoch a všeobecnej potreby zníženia finančnej páky z dôvodu veľkých strát začali banky agresívne obmedzovať rizikovejšie investície. To viedlo k predajnej nálahe aj na trhoch s derivátovými kontraktmi na ropu.





**Graf 11 Cenové indexy komodít (USD, rok 2000 = 100)**



Zdroj: International Financial Statistics.

základných kovov v druhom polroku tiež klesali z dôvodu slabšieho dopytu, ceny vzácnych kovov si udržali vysokú úroveň v dôsledku ich funkcie bezpečného prístavu pre investorov v období napätí na finančných trhoch. Ceny tzv. mäkkých komodít (poľnohospodárske komodity, potraviny), ktorých ceny sú oveľa menej citlivé na vývoj v hospodárskom cykle než napr. ceny nerastných surovín, budú pravdepodobne aj napriek útlmu v dopyte ovplyvňované obmedzeniami na strane ponuky, čo bude vytvárať tlak na ich rast.

### 1.2.6 MIMORIADNA SITUÁCIA NA FINANČNÝCH TRHOCH NA JESEŇ 2008

**Radikálny nárast nepokoja na finančných a komoditných trhoch v septembri súvisel predovšetkým s niektorými výnimočnými udalosťami v USA**

Nálada na globálnych finančných trhoch sa dočasne zlepšila v druhej polovici marca 2008 po tom, ako Fed zachránil investičnú banku Bear Stearns pred bankrotom.<sup>13</sup> Toto oživenie trhov však trvalo len do polovice mája. Nové obavy z dopadu rastúcich cien ropy a pretrvávajúcich problémov vo finančnom sektore na ekonomický rast a infláciu viedli k opätovnému nárastu averzie k riziku na finančných trhoch. Situácia sa však výrazne zdramatizovala počas septembra. Svetové akciové trhy, najmä pod vplyvom negatívneho vývoja indexov finančných spoločností, výrazne klesali, a v niektorých prípadoch zaznamenali historické rekordy vo veľkosti denného prepadu ich hodnoty. Výnosy štátnych dlhopisov dosiahli rekordne nízke úrovne a tok likvidity na peňažných trhoch v dôsledku prudkého nárastu rizika protistrán prakticky zastal. Volatilita na trhu s ropou prudko vzrástla a cena zlata vystrelila nahor. Tento dramatický vývoj bezprostredne súvisel s niekoľkými výnimočnými udalosťami v USA.

#### Zošťátanie Fannie Mae a Freddie Mac

Silné obavy investorov z insolventnosti vládou sponzorovaných agentúr (GSE) známych ako

**Tabuľka 4 Porovnanie volatility cien komodít (týždenné údaje, %)**

	6-mesačná zmena			Štandardná odchýlka			
	Najväčší 6-mesačný pokles v roku 2008	Najväčší 6-mesačný pokles medzi rokmi 1970 – 2007	(rok)	2008	Najväčšia medzi rokmi 1970 – 2007	Priemerná medzi rokmi 1970 – 2007	
Ropa (WTI)	-76,8	-60,1	(1986)	18,4	16,1	(1999)	8,5
Hliník	-52,9	-33,4	(1991)	12,1	8,9	(1994)	5,6
Meď	-54,8	-52,6	(1974)	12,2	13,0	(1974)	6,7
Nikel	-68,0	-49,0	(1990)	23,6	17,7	(2006)	9,2
Zlato	-25,4	-30,1	(1981)	8,7	13,3	(1979)	5,1
Kukurica	-52,4	-51,8	(1997)	13,9	13,6	(1988)	7,6
Pšenica	-45,2	-38,0	(1996)	16,0	12,9	(2007)	6,4
Sója	-44,1	-51,3	(2004)	12,8	15,5	(2004)	6,3

Zdroj: IMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: Štandardná odchýlka týždenných zmien cien komodít počas 12 mesiacov. Ceny pre ropu začínajú v roku 1983, pre hliník v roku 1988, pre nikel, kukuricu, sóju a pšenicu v roku 1979.

<sup>13</sup> V tej dobe piata najväčšia investičná banka sveta skončila svoju 85-ročnú históriu nezávislej inštitúcie po tom, ako ju v máji 2008 za 2,2 mld. USD (10 USD za akciu) kúpila konkurenčná spoločnosť J. P. Morgan Chase. Bear Stearns čelila vysokým stratám z jej expozícií voči americkému hypotekárnemu trhu, čo nakoniec viedlo k masívnemu odlevu jej zdrojov. Súčasťou obchodu, dohodnutého v marci, bola garancia Fedu v objeme 30 mld. USD na najmenej likvidné aktíva Bear Stearns. Fed, aby predišiel ďalšiemu šíreniu paniky, v princípe pomohol zabrániť bankrotu inštitúcie a prevzatím časti jej rizík ochránil jej veriteľov. Bear Stearns pritom nepodliehala regulácii Fedu.



Box 1

CHRONOLOGICKÝ PREHĽAD ETÁP FINANČNEJ KRÍZY 2006 – 2009

2006 – leto 2007	Rastúca miera nesplácaných amerických hypotekárnych úverov najrizikovejšej kategórie (subprime a Alt-A). Očakávaná pádu cien nehnuteľností v USA.
leto – jeseň 2007	Bankrot dvoch veľkých hedžových fondov (v skupine Bear Stearns), ktoré mali rozsiahle expozície voči trhu nehnuteľností. Rizikové marže pre pôžičky na medzibankovom trhu a pre iné úverové produkty prudko rastú. Financovanie pre RMBS štruktúry (cenné papiere kryté hypotekárnymi úvermi) a pre menšie (rizikovejšie) banky sa výrazne komplikuje. Britská hypotekárna banka Northern Rock čelí útoku („run“) klientov na vklady.
jeseň 2007 – začiatok leta 2008	Veľké straty z precenenia nástrojov voči trhu v obchodných knihách bánk. Kolaps trhu s komerčnými cennými papiermi (peňažný trh pre krátkodobé nezabezpečené financovanie firiem s najlepším ratingom) – banky nie sú schopné prefinancovať svoje mimobilančné entity zamerané na sekuritizáciu a sú nútené ich preúčtovať späť do svojich bilancií. Zhoršuje sa dostupnosť zdrojov aj na trhoch so zabezpečeným financovaním. Narastajú obavy ohľadom likvidity veľkých finančných inštitúcií. Americká vláda asistuje pri záchrane investičnej banky Bear Stearns.
leto 2008	Straty z precenenia voči trhu a problémy s prístupom k likvidite narastajú. Fannie Mae a Freddie Mac sú čoraz viac závislé od finančnej podpory americkej vlády. Narastajú problémy s financovaním hypotekárnych bánk v Spojenom kráľovstve.
september 2008	Bankrot investičnej banky Lehman Brothers ruší istotu, že najvýznamnejšie inštitúcie sú príliš veľké na to, aby krachli („too big to fail“). Zníženie kreditného ratingu poisťovne AIG vyvoláva uplatnenie si záložných práv jej veriteľov. Nedostatok likvidity vedie k zoštatneniu AIG. Kombinácia úverových strát a útokov na vklady retailových a inštitucionálnych klientov spôsobuje bankrot Washington Mutual, Bradford & Bingley a troch najväčších islandských bánk.
október 2008	Bezprecedentne rozsiahle vládne opatrenia a nekonvenčné nástroje centrálnych bánk v niekoľkých vyspelých krajinách na zabránenie bankrotu najvýznamnejších bánk. Explicitné záväzky vlád, že systémovo dôležité inštitúcie nemôžu zbankrotovať.
november 2008	Vážne narušená schopnosť bánk poskytovať úvery spôsobuje synchronizovaný globálny hospodársky pokles. Hospodárska kríza zvyšuje riziká dodatočných úverových strát, čo povedie k ďalším stratám v kapitáli bánk. Nevyhnutné ďalšie opatrenia vlád na zníženie rizík zo slučky spätných reakcií medzi reálnou ekonomikou a finančným sektorom (čistenie bilancií bánk od zlých aktív).

Zdroj: Financial Services Authority : The Turner Review, marec 2009, upravené.

14 GSE boli založené vládou USA v 70. rokoch minulého storočia ako forma podpory vlastného bývania. Agentúry mali súkromných akcionárov a na ich činnosť dohliadala osobitná inštitúcia. Hlavnou aktivitou GSE je nákup hypoték na bývanie od rôznych poskytovateľov týchto úverov, ich následná sekuritizácia („zabalenie“ úverov do cenných papierov) a predaj investorom na finančnom trhu. GSE garantujú výplatu istiny a úrokových výnosov držiteľom nimi emitovaných cenných papierov krytých hypotékami. Týmto spôsobom vytvorený sekundárny trh s hypotékami generuje dodatočné zdroje na hypotekárne úverovanie. GSE zo zákona pôvodne mohli investovať len do najkvalitnejších hypoték, no neskoršie uvoľnenie legislatívnych podmienok ohľadom investícií a padajúce ceny nehnuteľností viedli k obrovským stratám v týchto inštitúciách. GSE taktiež disponovali veľmi nízkym vlastným kapitálom v pomere k veľkosti ich bilančných súm.

Fannie Mae a Freddie Mac<sup>14</sup> viedli počas prvého septembrového víkendú 2008 k dohode o prevzatí GSE štátom (*conservatorship*), čím sa zabezpečila ochrana veriteľov agentúr. Tento krok, mnohými pozorovateľmi pokladaný za najväčší

vládný zásah do fungovania súkromných trhov za niekoľko desaťročí, bol nevyhnutný na zabezpečenie stability trhu, keďže záväzky GSE voči ďalším finančným inštitúciám sa pohybojú rádo-vo v biliónoch USD.



### **Koniec nezávislých investičných bánk v USA**

Ďalšie udalosti, ktoré mimoriadne silno otriasli dôverou na trhoch, súviseli s vývojom na Wall Street. Išlo o sériu udalostí, ktorých výsledkom bol koniec existencie nezávislých investičných bánk v USA. Lehman Brothers Holdings Inc., 158-ročná globálna investičná spoločnosť, bola pre insolventnosť nútená 14. septembra 2008 ohlásiť bankrot. Pri celkovom dlhu 613 mld. USD k celkovým aktívam v objeme 639 mld. USD išlo o najväčší firemný bankrot v histórii USA.<sup>15</sup> Dôvodom insolventnosti bola séria zlých investičných rozhodnutí, ktorých výsledkom bola vysoká expozícia banky voči hypotekárnemu trhu USA a trhu s komerčnými nehnuteľnosťami. Banka nedokázala získať nových investorov pre navýšenie kapitálu, ktorý bol zdecimovaný veľkými finančnými stratami. Vláda USA ani Fed napriek ich snahe spoločnosť nezachránili, vzhľadom na veľmi zlú kvalitu jej aktív, veľmi krátky časový interval, a pretože na to nemali zákonný mandát, ak neexistoval záujemca o kúpu. Nasledujúci deň hodnota dlhových cenných papierov Lehman Brothers v peňažnom fonde Reserve Primary Fund spadla na nulu, čo spôsobilo pokles čistej hodnoty aktív vo fonde pripadajúcej na podiel pod konštantnú hodnotu 1 USD. Výsledkom bol bezprostredný odlev prostriedkov z peňažných fondov, ktoré slúžia na krátkodobé financovanie bánk a podnikov, v objeme stoviek miliárd USD. Peňažné trhy ostali prakticky nelikvidné. Ďalšia významná investičná banka s celosvetovým pôsobením Merrill Lynch & Co., Inc. sa zachránila tým, že ponúkla všetky svoje akcie na predaj komerčnej banke Bank of America.<sup>16</sup> Bleskový obchod pri cene 29 USD za akciu (70%-ná prémia voči trhu) bol oznámený v deň bankrotu Lehman Brothers. Po týchto mimoriadnych udalostiach ostali na Wall Street len dve čisto investičné banky. Zároveň sa na trhu rozšírili pochybnosti o životaschopnosti samostatne fungujúcich investičných bánk. Tie sa pri svojich investičných aktivitách môžu spoliehať výlučne na trhové financovanie (nemôžu vykonávať vkladové operácie), čo v krízových časoch predstavuje veľkú výzvu pre udržanie ich likvidity a kapitálovej primeranosti. Vo svetle týchto pochybností Fed 22. septembra 2008 oznámil, že vyhovel žiadostiam posledných čisto investičných bánk Goldman Sachs a Morgan Stanley o premenu na bankové holdingové spoločnosti. Bývalé investičné banky tak začali podliehať regulácii a dohľadu Fedu, na-

miesto Komisii pre cenné papiere a burzu (*Securities and Exchange Commission*).

### **Zoštátnenie AIG**

V krátkom slede po udalostiach s dvoma investičnými bankami nasledovala ďalšia udalosť, ktorá ďalej zvýšila už aj tak veľkú neistotu a nedôveru na medzinárodných finančných trhoch. Najväčšia poisťovňa sveta podľa trhovej kapitalizácie AIG bola fakticky znárodnená vládou USA. Fed 16. septembra 2008 oznámil, že požičia AIG 85 mld. USD výmenou za 79,9%-ný podiel vlády v spoločnosti. Týmto opatrením sa malo predísť kolapsu spoločnosti s kľúčovým postavením v globálnom finančnom systéme. Hlavným zdrojom už dlhšiu dobu pretrvávajúcich finančných problémov spoločnosti boli rozsiahle derivátové obchody jej divízie finančných produktov, podstatou ktorých bol predaj úverového poistenia a nákup super senior tranží zabezpečených dlhovými obligáciami (CDO). S rastúcim napätím na úverových trhoch AIG utrpela výrazné straty z trhového precenenia týchto expozícií. K pádu spoločnosti prispela aj jej komplexná organizačná štruktúra a medzinárodný charakter podnikania, čo podstatne zhoršilo možnosti regulácie a dohľadu nad kritickými derivátovými obchodmi.

### **Prijatie vládneho záchranného balíka TARP**

Paniku na trhoch 29. septembra 2008 spôsobilo aj hlasovanie Kongresu USA proti návrhu záchranného balíka v objeme 700 mld. USD z dielne amerického ministerstva financií. Vládny záchranný plán TARP (*Troubled Asset Relief Program*) nakoniec 3. októbra 2008 – na druhý pokus – Kongres odhlasoval. TARP priniesol napr. daňové úľavy v objeme 149 mld. USD, možnosť limitovania odmien pre výkonných pracovníkov inštitúcií zúčastnených na programe a dočasné (do 31. 12. 2009) zvýšenie limitu pre objem vkladov zaručených Federálnou korporáciou pre poistenie vkladov (FDIC) zo 100 000 na 250 000 USD. Avšak hlavným prínosom pre vyriešenie krízovej situácie malo byť vytvorenie trhu so „zlyými“ aktívami. Ich výkup štátom (až do výšky 700 mld. USD) cez mechanizmus reverznej aukcie mal napomôcť sprehľadneniu finančnej situácie dotknutých finančných inštitúcií, odbúraní obáv a neistoty na trhoch a následnému naštartovaniu toku kapitálu a úverov. K zníženiu neistoty na trhoch mal prispieť aj jednoznačný zákonný

15 Predchádzajúcim historicky najväčším bankrotom bol krach World Com Inc. s objemom aktív 104 mld. USD.

16 Bank of America 1. júla 2008 ukončila akvizíciu Countrywide Financial – najväčšieho poskytovateľa hypotekárnych úverov v USA, ktorý sa ocitol na pokraji krachu – za 4,1 mld. USD.



mandát a finančné krytie pre ministerstvo financií na rekapitalizáciu upadajúcich finančných inštitúcií, poskytovanie subvencií pri záchranných prevzatíach upadajúcej firmy inou firmou, či udeľovanie garancií na systémovo dôležité časti finančne nezdravej firmy. Nepredvídateľný charakter štátnych zásahov pravdepodobne tiež prispel k extrémnemu nárastu averzie voči rizikám na trhoch. V novembri 2008 americké ministerstvo financií napriek tomu pristúpilo k zmene zamerania TARP-u. Plány výkupu zlých aktív boli odložené a prioritou sa stalo využitie zdrojov programu na rekapitalizáciu bánk.<sup>17</sup>

### Aj opatrenia pre nastolenie dôvery na trhoch mali výnimočný charakter

Kríza na finančných trhoch si vynútila rôzne – v niektorých prípadoch až bezprecedentné – opatrenia zo strany štátnych autorít. Najvýznamnejšie centrálné banky na celom svete zvýšili objem zdrojov s krátkou aj dlhšou splatnosťou a pokračovali v ich koordinovanom dodávaní na peňažné trhy. Centrálné banky pristúpili k predĺženiu splatnosti svojich úverových operácií, rozšírili okruh kvalifikovaných subjektov pre ich príjem, prípadne poľavili v požiadavke na kvalitu zábezpeky.<sup>18</sup> Dňa 8. októbra 2008 pristúpilo niekoľko centrálnych bánk sveta<sup>19</sup> ku koordinovanému zníženiu hlavných refinančných sadzieb o 0,5 percentuálneho bodu s cieľom tmiť dopad finančnej krízy na reálnu ekonomiku. Ďalšími opatreniami, okrem už vyššie spomínaných zoštatnení, či štátnych garancií pri preberaní bankrotujúcich

spoločností inými súkromnými spoločnosťami,<sup>20</sup> bol takmer celosvetovo rozšírený dočasný zákaz krytého krátkého predaja akcií vybraných spoločností alebo plošný zákaz nekrytého (ak nedošlo k zapožičaniu cenného papiera) krátkého predaja na danom trhu, zastavenie obchodovania s niektorými titulmi na burze, či celkové prerušenie obchodovania na viacerých burzách. Niektoré európske štáty v septembri a októbri zaviedli garanciu na všetky vklady v bankovom systéme (*blanket guarantee*). Ide o opatrenie na riešenie kríz, ktoré bolo doteraz typické skôr pre systémové finančné krízy v rozvíjajúcich sa krajinách.<sup>21</sup>

## 1.3 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE EUROZÓNY<sup>22</sup>

V roku 2008 podstúpil finančný systém eurozóny veľmi dôležitý test svojej odolnosti voči šokom. Finančný sektor a finančné trhy eurozóny čelia a aj v najbližšom období budú musieť odolávať silným rizikám. Výhľad pre finančnú stabilitu eurozóny je preto veľmi neistý.

### 1.3.1 BANKOVÝ SEKTOR EUROZÓNY

**Ziskovosť veľkých bankových skupín eurozóny v roku 2008 klesla, ich solventnosť sa dostala pod silný tlak v poslednom štvrtroku 2008**

Veľké európske banky až do septembra 2008 relatívne dobre odolávali nepriaznivým podmienkam na trhoch, ktoré trvali už od polovice

- 17 Ku koncu roka 2008 bolo z celkovej schválenej sumy 700 mld. USD použítých 178 mld. USD na nákup preferenčných akcií a opčných listov (práv na nákup akcií) 214 amerických finančných inštitúcií. Z tejto sumy bolo použítých 40 mld. USD na nákup preferenčných akcií AIG, 25 mld. USD na nákup preferenčných akcií Citigroup a 15 mld. USD na nákup preferenčných akcií Bank of America. Ministerstvo financií súhlasilo aj s pôžičkou 18,4 mld. USD automobilkám General Motors a Chrysler.
- 18 Ide o typické krízové opatrenia zo strany centrálnych bánk. Netypické je rozšírenie kvalifikovaných subjektov pre refinančné operácie Fedu na investičné banky a iné finančné spoločnosti, vrátane poisťovne AIG. Fed 7. októbra 2008 oznámil, že spúšťa nový núdzový program na nákup komerčných cenných papierov (Commercial Paper Funding Facility). Americká centrálna banka tak začala priamo vstupovať na trh, ktorý slúži na krátkodobé financovanie podnikov.
- 19 Federálny rezervný systém, Európska centrálna banka, centrálné banky Spojeného kráľovstva, Kanady, Švédska, Švajčiarska a Spojených arabských emirátov. Sadzby znížila aj čínska centrálna banka, aj keď formálne nebola súčasťou koordinovanej aktivity. Nasledujúci deň sadzby znížili centrálné banky v Južnej Kórei, Hongkongu a na Taiwane.
- 20 Bezprecedentná bola záruka Fedu za časť aktív Bear Stearns, pretože išlo o investičnú banku, ktorá nespádala pod reguláciu Fedu.
- 21 Laeven, L., Valencia, F.: Systemic Banking Crisis: A New Database. IMF Working Paper 08/224, september 2008.
- 22 Táto časť sa do veľkej miery opiera o výsledky analýz ECB.

## Box 2

### ROZSAH VLÁDNYCH OPATRENÍ

Európska komisia odhaduje, že vlády EÚ vyčlenili 3 bil. € na záchranu bánk, vrátane 300 mld. € na ich rekapitalizáciu. Všetky vládne podporné programy pre finančný sektor v USA (vrátane rozsiahlych programov Fedu) majú hodnotu až 11,8 bil. USD. Okrem toho americká vláda vyčlenila 1,1 bil. USD (7,7% HDP) na federálne stimulačné programy. Úrad Kongresu pre rozpočet odhaduje, že celkový rozpočtový schodok v USA dosiahne v roku 2009 1,7 bil. USD (11,9% HDP) a v roku 2010 1,1 bil. USD (7,9% HDP). V novembri 2008 Európska komi-

sia navrhla celkový fiškálny stimul v objeme 200 mld. € (1,5% HDP). Celkový fiškálny stimul v EÚ dosahuje objem medzi 3,3-4% HDP. Čínska vláda vyčlenila na infaštruktúrne projekty v prepočte okolo 586 mld. USD. Japonsko zverejnilo fiškálny stimul v objeme 99 mld. USD so zameraním na zdravotníctvo, lokálne vlády, nové sociálne opatrenia a solárnu energiu. Krajiny G20 sa dohodli na celkovej rozpočtovej expanzii v objeme 5 bil. USD, zvýšení produkcie o 4% a rýchlejšom postupe k zelenej ekonomike.





roka 2007. Veľké straty z precenenia štruktúrovaných úverových nástrojov dokázali absorbovať vďaka – až do augusta 2007 – silnej ziskovosti, pokračujúcemu rastu úverov v priebehu takmer celého roka 2008 a udržiavaniu kapitálovej priemernosti výrazne nad regulačným minimom. Avšak dopad odpisov z precenenia aktív, ktorý k novembru 2008 dosiahol objem približne 73,2 mld. €, na ziskovosť veľkých európskych bankových skupín bol významný. Kým hodnota mediánu ROE za celý rok 2007 bola 15 %, za prvý polrok 2008 klesla na 11 %. Vo všeobecnosti dopad nepriaznivého vývoja na trhoch bol najväčší na inštitúcie s rozsiahlymi aktivitami v investičnom bankovníctve a obchodovaní s cennými papiermi. Ešte v druhom polroku 2007 došlo k zhoršeniu kapitálovej pozície veľkých bankových skupín eurozóny (Tier 1 na 7,9%), no navýšenie kapitálu a pokles objemu rizikovo vážených aktív viedlo k polroku 2008 v priemere k zlepšeniu solventnosti (Tier 1 na 8,3 %). Kapitálová primeranosť bankových skupín eurozóny ďalej rástla aj v treťom štvrtroku 2008 (pre menšiu vzorku bánk Tier 1 na 8,7 %).

### Výrazne sa skomplikovali podmienky financovania bánk

Typickým prejavom ostatnej krízy na finančných trhoch, počnúc augustom 2007, bola nízka likvidita medzibankových a peňažných trhov. Ako sa uvádza v časti 1.2.1, situácia na najvýznamnejších peňažných trhoch sa zvlášť zdramatizovala v polovici septembra 2008 po bankrote americkej investičnej banky Lehman Brothers. Obavy z bankrotov ďalších finančných inštitúcií živene šíriacimi sa fámami spôsobili, že niektoré banky nedokázali získať zdroje za cenu výrazne nad úrovňou EONIA.<sup>23</sup> Banky boli častejšie nútené financovať sa prostredníctvom operácií ECB. Zároveň rástli objemy vkladov bánk uložených v ECB, čo svedčilo o výraznom zhoršení distribúcie medzibankovej likvidity. Viaceré európske banky, najmä tie najviac závislé od financovania trhmi, čelili riziku straty dôvery a špekuláciám ohľadom ich likvidnej pozície a solventnosti (box 3).

#### Box 3

### PANIKA NA FINANČNÝCH TRHOCH V SEPTEMBRI 2008 VIEDLA K INSOLVENTNOSTI VÝZNAMNÝCH EURÓPSKÝCH BÁNK, ČO VYVOLALO ROZSIAHLE ŠTÁTNE INTERVENČIE

Panika na akciových a peňažných trhoch po udalostiach na Wall Street v polovici septembra 2008 (bližšie v časti 1.2.6) jednoznačne dokumentovala obavy ohľadom úverovej kvality a strachu investorov z insolventnosti. Európske banky, silne závislé od krátkodobého financovania cez medzibankový trh, zaznamenali najväčší prepád cien akcií. Banky s výraznou medzerou financovania (*funding gap*) a znehodnocujúcim sa kapitálom mali za týchto okolností prakticky znemožnený prístup na peňažné a kapitálové trhy a hrozila im strata solventnosti. Aby zabránili prípadnej panike medzi retailovými vkladateľmi, vlády viacerých európskych krajín pristúpili k rozsiahlym intervenciám v ich bankových sektoroch.

Vlády Belgicka, Holandska a Luxemburska 28. septembra 2008 oznámili, že bankovej a poisťovacej skupine Fortis poskytnú kapitálovú injekciu v celkovom objeme 11,2 mld. € vý-

menou za 49%-ný podiel štátov na základnom imaní pobočiek bankovej vetvy spoločnosti v jednotlivých krajinách (zdravá poisťovacia vetva skupiny mala ostať nedotknutá). Čiastočné znárodnenie banky vlády uprednostnili pred predajom banky niektorému z dvoch záujemcov (BNP Paribas, ING), ktorí požadovali garancie na prípadné budúce straty. Súčasťou dohody bol odpis hodnoty komplexných dlhových cenných papierov vo výške 5 mld. €. Banka bola pod drobnohľadom od júna 2008, keď prekvapivo oznámila zámer získať dodatočný kapitál v objeme 8 mld. € prostredníctvom emisie akcií a predaja aktív. Údajné pretrvávajúce problémy s likviditou banky viedli holandskú vládu 3. októbra 2008 k ovládnutiu celej časti skupiny podnikajúcej na jej území za 16,8 mld. €, čím došlo k rozdeleniu skupiny podľa hraníc troch krajín Beneluxu. Holandská vláda tým porušila pôvodnú dohodu a vládu Belgicka to 5. októbra 2008 prinútilo dohod-

<sup>23</sup> EONIA (Euro Overnight Index Average) je efektívna jednodňová (overnight) sadzba vypočítaná ako vážený priemer všetkých jednodňových nezabezpečených transakcií referenčných bánk na medzibankovom trhu v eurozóne.



### Box 3 – pokračovanie

núť predaj celej ostávajúcej časti skupiny Fortis francúzskej skupine BNP Paribas.<sup>24</sup>

Nemecká banková skupina HRE<sup>25</sup> s bilančnou hodnotou okolo 400 mld. €, 29. septembra 2008 prijala štátnu pomoc v celkovom objeme 35 mld. € vo forme garancií na jej úvery. Z dôvodu dodatočnej potreby sa táto pomoc 5. októbra navýšila na celkových 50 mld. €. HRE sa dostala do likvidnej krízy pre svoju stratégiu krátkodobého financovania sa, ktorá za daných trhových podmienok bola neudržateľná. Na celkovom objeme úverových garancií pre HRE sa nemecký štát bude podieľať približne 26 mld. €.

Britská vláda znárodnila 29. septembra 2008 hypotekárnu banku Bradford & Bingley po tom, ako z nej v priebehu víkendy množstvo vkladateľov vybralo svoje vklady. Štát tak dostal pod kontrolu ústredie banky a hypotekárne obchody banky s portfóliom zväčša rizikových hypotekárnych úverov v objeme 42 mld. libier. Španielska banka Abbey Santander odkúpila vklady a pobočkovú sieť B&B. Išlo o druhú znárodnenú banku vo Veľkej Británii počas súčasnej krízy.<sup>26</sup> Najväčšiu britskú hypotekárnu banku HBOS, s rovnakým obchodným modelom, zachránilo jej prevzatie spoločnosťou Lloyds TSB. Pôvodne dohodnuté cenové podmienky prevzatia sa zmenili v októbri 2008, keď obidve banky prijali významnú kapitálovú injekciu od vlády.

Ďalšou európskou finančnou inštitúciou, ktorá bola nútená získať prostriedky od štátu bola Dexia, francúzsko-belgická banka špecializujúca sa na financovanie samospráv. Po 30%-nom prepade akcií spoločnosti 29. septembra 2008 (na 7,07 € za akciu) a v obave zo systémových

následkov kolapsu tejto spoločnosti sa vlády Francúzska, Belgicka a Luxemburska dohodli na finančnej injekcii pre Dexiu vo výške 6,4 mld. €. Formálne išlo o upísanie nových akcií pri cene 9,90 € za akciu (priemerná záverečná cena za posledné tri mesiace). Spoločnosť utrpela rozsiahle straty cez svoju americkú poisťovaciu vetvu Financial Security Assurance, ktorá sa špecializovala na poistenie dlhov, vrátane zložitých cenných papierov krytých hypotékami.

Opísané opatrenia jednotlivých štátov EÚ nedokázali zabrániť pokračujúcim veľmi silným turbulenciám na finančných trhoch (obzvlášť kritický pre európske trhy bol týždeň 6.-10. októbra 2008), ktoré boli prejavom nedôvery a obáv zo strát. Dňa 12. októbra 2008 sa na summite v Paríži dohodli predstavitelia eurozóny na spoločnom postupe pri riešení krízy v bankovom sektore. Dohodnuté základné princípy záchranných opatrení kopírovali britskú záchrannú schému (v objeme 400 mld. libier) zverejnenú 8. októbra: štátna garancia na nové strednodobé vzájomné pôžičky bánk (platná do konca roka 2009) a rekapitalizácia výmenou za vlastnícky podiel. Zároveň ECB pokračovala v poskytovaní dodatočnej likvidity za fixné sadzby, rozšírila zoznam prijateľných kolaterálov aj na krátkodobé podnikové cenné papiere (*commercial paper*) a zvýšila ponuku dlhodobějších zdrojov. Detaily zverejnených národných záchranných plánov sa odvíjali od národných špecifik. Celková dohodnutá výška pomoci bankovému sektoru v eurozóne môže dosiahnuť takmer 2 bil. €. Na snahy o koordinovanejšie riešenie problémov v eurozóne trhy zareagovali pozitívne: rozpätia CDS veľkých bankových skupín výrazne poklesli a ceny ich akcií sa stabilizovali.

### Rizikom pre bankový sektor eurozóny je veľký objem toxických aktív v bilanciách bánk

Riziká pre bankový sektor eurozóny naďalej počívajú vo veľkej neistote ohľadom rozsahu výsledných strát z expozícií voči zložitým investičným nástrojom, ktorých hodnota je naviazaná na prepadajúci sa trh nehnuteľností v USA. Aj keď

výhľad pre ceny nehnuteľností v USA je stále nepriaznivý,<sup>27</sup> je potrebné zobrať do úvahy, že v cenách cenných papierov naviazaných na hypotéky je už zohľadnený silne nepriaznivý scenár pre vývoj cien nehnuteľností. Finančné spoločnosti zároveň pristúpili v roku 2008 k zohľadneniu veľkej časti implicitných strát z týchto cenných papierov prostredníctvom svojich bilancií a/ale-

24 BNP Paribas mala prevziať za 14,5 mld. USD bankové vetvy Fortisu v Belgicku a Luxembursku a poisťovaciu vetvu v Belgicku. Na základe súdneho rozhodnutia 12. decembra 2008 pôvodní akcionári Fortisu dostali právo retroaktívne rozhodnúť o rozdelení Fortisu. Vo februári 2009 pôvodní akcionári zablokovali rozdelenie Fortisu, čím zablokovali dohodu belgickej vlády s BNP Paribas.

25 Banka má medzinárodnú pôsobnosť a špecializuje sa na hypotekárne úverovanie, úverovanie komerčných nehnuteľností a verejného sektora.

26 Banka Northern Rock bola zoštatnená ešte vo februári 2008. B&B a Northern Rock boli hypotekárnymi bankami s veľmi zraniteľným obchodným modelom. Svoje úverové operácie z veľkej časti financovali krátkodobými zdrojmi z peňažného trhu.

27 Ceny nehnuteľností na bývanie v USA dosiahli svoj vrchol v polovici roka 2006. Podľa cenového indexu Case-Shiller boli ceny nehnuteľností v treťom štvrtroku 2008 21 % pod svojím vrcholom. Podľa hodnoty cenového indexu Case-Shiller 10 futures, ktorý indikuje budúci vývoj cien nehnuteľností na bývanie v 10 najväčších mestách USA, z novembra 2008 trhy očakávajú, že ceny dosiahnu svoje dno v roku 2010 na úrovni zhruba o 33 % nižšej než bol ich vrchol.



bo účtov zisku a strát. Ďalší rast strát je však pravdepodobný z rozsiahlych investícií európskych bánk do cenných papierov krytých inými typmi amerických úverov, napr. spotrebných úverov a kreditných kariet. Kvalita týchto podkladových aktív sa len začína zhoršovať.

**Riziká pre stabilitu bankového sektora eurozóny rastú aj z titulu výrazne sa zhoršujúceho stavu domácej ekonomiky**

Narástlo riziko pre finančnú stabilitu zo strany domácností, ktoré čelia v mnohých krajinách klesajúcim cenám nehnuteľností, znehodnoteniu finančných úspor, riziku nezamestnanosti a slabším disponibilným príjmom. K zmierneniu rizík pre banky môžu na jednej strane prispieť opatrenia štátov napr. v oblasti udržania zamestnanosti, alebo pomoci dlžníkom pri splácaní hypoték, a na druhej strane aj spomalenie úverovania domácností, ktoré sa začalo ešte pred turbulenciami na finančných trhoch.<sup>28</sup> Bilancie nefinančných korporácií eurozóny sú vo všeobecnosti v lepšom stave než boli pred začiatkom predchádzajúceho obratu v úverovom cykle aj vďaka výnimočne priaznivej výkonnosti v období ostatných pár rokov. Avšak podmienky pre nefinančné korporácie sa výrazne zhoršujú. Vzhľadom na relatívne vysokú finančnú páku nefinančných korporácií eurozóny (objem dlhu k vlastnému kapitálu bol v druhom štvrtroku 2008 na úrovni takmer 200%) a vzhľadom na sprísnenie úverových podmienok zo strany bánk od polovice roka 2007, podnikový sektor môže čeliť komplikovanej situácii pri svojom financovaní. Výrazný nárast bankrotov v krátkodobom horizonte sa dá očakávať najmä u firiem na špekulatívnom ratingovom stupni, tzn. firiem s nízkou ziskovosťou a veľkou finančnou pákou.

**V najbližšom období nemožno počítať s výraznejším rastom ziskovosti bánk eurozóny**

Aj keď odpisy znehodnotených cenných papierov naviazaných na rizikové hypotéky budú postupne klesať, negatívny dopad na finančné výsledky bánk bude mať nárast odpisov v dôsledku výrazného znehodnotenia iných štruktúrovaných nástrojov (napr. cenné papiere kryté americkými spotrebnými úvermi). Tlak na ziskovosť bánk je veľký aj z dôvodu nutnosti znižovania finančnej páky, čo sa prejavuje výrazným spomalením ras-

tu rizikovo vážených aktív. Úverová činnosť bánk, významný zdroj výnosov, bude obmedzená aj nepriaznivými hospodárskymi podmienkami. Ziskovosť bánk bude slabšia ako v predošliých rokoch aj z dôvodu nižších neúrokových príjmov z obchodovania na finančných trhoch, správy aktív, alebo sekuritizácie.

**Veľkosť rizík pre bankový sektor eurozóny je determinovaná aj trvaním problémov s financovaním sa bánk**

Pre riziká a stabilitu bankového sektora eurozóny je kritickou otázkou ako dlho budú pretrvávajú problémy s financovaním na trhoch a teda dokeď budú musieť banky reagovať zmenšovaním finančnej páky. Ak sa komplikovaná situácia na úverových trhoch nepodarí v krátkom čase vyriešiť, rastie riziko nepriaznivej spätnej väzby medzi bankovým sektorom a ekonomikou, čo v konečnom dôsledku môže viesť k znehodnoteniu aj vysoko kvalitných aktív bánk v podmienkach ich už oslabenej kapacity na absorpciu šokov. K naštartovaniu toku úverov v ekonomike by mohli prispieť opatrenia vlád na zvýšenie dôvery v bankovom sektore. Dôležitá však bude reakcia bánk na tieto opatrenia a na súčasné a nadchádzajúce výrazne sťažené podmienky pre ich podnikanie.<sup>29</sup>

**1.3.2 POISTNÝ SEKTOR EUROZÓNY**

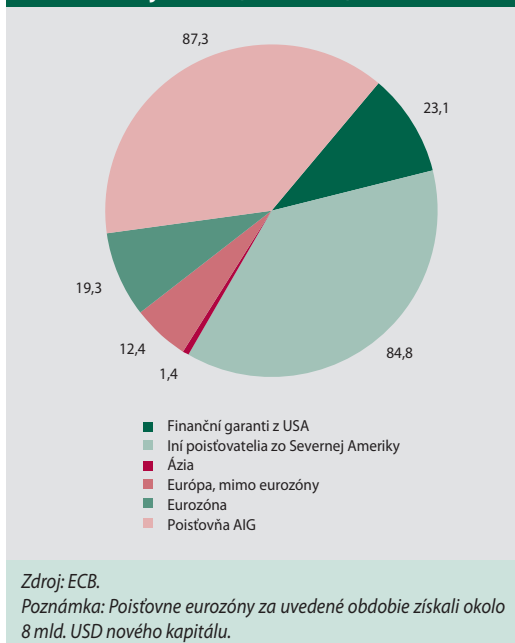
**Slabá výkonnosť finančných trhov a reálnej ekonomiky a silná konkurencia nepriaznivo vplyvajú na ziskovosť poisťovní v roku 2008**

Výkonnosť veľkých poisťovacích a zaisťovacích skupín v eurozóne sa počas roka 2008 zhoršovala vplyvom slabšieho predpísaného poistného a nižších investičných príjmov. Mediánová hodnota ROE primárnych veľkých poisťovateľov eurozóny poklesla v prvom polroku 2008 na 12% (z približne 14% v roku 2007) a na 10,1% v treťom štvrtroku 2008. Niektorí poisťovatelia (najmä zaisťovne) hlásili zhoršenú kapitálovú pozíciu k tretiemu štvrtroku 2008, niektorí poisťovatelia navyšovali kapitál cez emisiu akcií a dlhopisov a niektorí dostali aj vládnu kapitálovú injekciu. Vo všeobecnosti však poisťovatelia v eurozóne držia vyššiu než reguláciu požadovanú úroveň kapitálu z dôvodu cielenia určitej úrovne úverového ratingu.<sup>30</sup> V posledných rokoch poisťovne zlepšovali svoju solventnosť aj cez sekuritizáciu,

28 Tempo rastu úverov domácnostiam na nákup nehnuteľností dosiahlo v eurozóne vrchol v prvom štvrtroku 2006 (okolo 12%). Spotrebné úvery domácnostiam rástli v rámci ostatného cyklu najrýchlejšie medziročným tempom okolo 8,5% v druhom štvrtroku 2006. V treťom štvrtroku 2008 rástli obidva tieto typy úverov medziročným tempom okolo 4%.

29 Okrem zhoršených podmienok domáceho ekonomického prostredia sú niektoré veľké bankové skupiny eurozóny vystavené aj rizikám vyplývajúcim zo zhoršenia ekonomických podmienok v rozvíjajúcich sa krajinách, vo ktorých majú expozície. Podľa ECB nie sú tieto expozície spolu natoľko významné, aby v prípade aj veľmi vážnych makroekonomických problémov v rozvíjajúcich sa krajinách predstavovali systémové riziko pre eurozónu.

30 Konzistentné hodnotenie solventnosti poisťovateľov v eurozóne je zložité z dôvodu neexistencie jednotného prístupu ku kapitálovej primeranosti a zverejňovaniu informácií. Napraviť by to mala nová smernica EÚ Solvency II, ktorá začne platiť v roku 2012.

**Graf 12 Globálne odpisy poisťovní od júla 2007 do mája 2009 (mld. USD)**


čím prenášali riziká mimo svojich bilancií na tretie subjekty. Sekuritizácia poistenia sa však spomalila v prvom polroku 2008 (najmä v životnom poistení) v dôsledku zhoršenia finančnej situácie tzv. *monoline* finančných garantov.

#### **Riziká pre poisťný sektor eurozóny narástli, čo zhoršilo jeho výhľad**

K najvýznamnejším rizikám poisťovní, ktoré v priebehu roka 2008 rástli a pravdepodobne v najbližšom období ďalej porastú, patria riziká súvisiace s vývojom na finančnom trhu, s vývojom v makroekonomickom prostredí a riziko náklady z aktivít bánk alebo z vlastníckeho prepojenia s bankami a inými finančnými spoločnosťami. Keďže výhľad pre akciové a úverové trhy nie je z pohľadu poisťovní priaznivý, v najbližších štvrtrokoch možno očakávať výraznejší tlak na investičné príjmy poisťovní, ale aj pokles záujmu o investičné životné poistenie. Ziskovosť poisťovní bude pod tlakom aj z dôvodu nepriaznivého výhľadu pre makroekonomické prostredie, v dôsledku čoho sa dá očakávať nižší dopyt po poistení zo strany domácností aj firiem. Nárast miery bankrotov negatívne ovplyvní hodnotu investícií poisťovní do štruktúrovaných úverových produktov.<sup>31</sup> Ak je poisťovňa súčasťou finančného konglomerátu, ktorý zahŕňa aj banku, vysoké

straty bankovej vetvy môžu negatívne ovplyvniť celú skupinu, vrátane poisťovne. Zníženie ratingu banky v rámci skupiny negatívne ovplyvní aj rating, a tým pádom aj náklady financovania poisťovne, ktorá je súčasťou tej istej skupiny. Finančnú situáciu poisťovne môže skomplikovať požiadavka na transfer prostriedkov v rámci skupiny pre bankovú entitu v zlom finančnom stave. Nákaza pre poisťovňu, ktorá je súčasťou finančnej skupiny, môže mať aj formu zhoršenia jej reputácie v dôsledku zverejnených strát alebo problémov s likviditou bankovej entity. K rizikám a výzvam, ktoré sa v roku 2008 nemenili a ktoré majú pre poisťovne eurozóny dlhodobý charakter ešte patria: riziko dožitia, riziko nadmerných poistných strát pri katastrofickej udalosti a silná konkurencia v niektorých segmentoch poisťného sektora.

#### **1.4 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z VONKAJŠÍCH PODMIENOK**

- veľmi neistý výhľad pre globálnu ekonomiku a medzinárodný obchod/hroziaca deflácia vo vyspelých krajinách
- pokračujúca neistota vo finančných sektoroch vyspelých krajín
- protekcionizmus
- riziko slabšej diferenciacie krajín v rámci širšieho regiónu strednej a východnej Európy

#### **Pre udržanie finančnej stability na Slovensku je dôležité čo najskoršie obnovenie dopytu po domácej produkcii**

Vzhľadom na veľkú otvorenosť ekonomiky Slovenska, je pre jej zdravý rast a finančnú stabilitu nevyhnutné čo najskoršie obnovenie zahraničného dopytu po domácej produkcii. Globálna finančná a ekonomická kríza sa pomaly dostáva do fázy, keď veľmi nepriaznivý vývoj v reálnej ekonomike začína negatívne ovplyvňovať bilancie bánk. Miera bankrotov v USA a eurozóne rastie, čo zvyšuje úverové straty bánk. Dá sa preto očakávať, že kapitál bánk sa opätovne dostane pod tlak po tom, ako mnohé vyspelé štáty cez verejné zdroje rekapitalizovali koncom roka 2008 svoje najvýznamnejšie banky po ich rozsiahlych stratách z precenenia investícií do

<sup>31</sup> Tie držia poisťovne spravidla do splatnosti, preto prepád ich trhovej hodnoty neovplyvňuje ich hospodárenie tak, ako v prípade bánk.





Box 4

ODHAD MMF PRE CELKOVÉ ODPISY  
FINANČNÉHO SEKTORA V ROKOCH 2007 AŽ 2010

Medzinárodný menový fond aktuálne (Global Financial Stability Report, apríl 2009) odhaduje celkovú výšku odpisov finančných inštitúcií súvisiacich s finančnou a ekonomickou krízou v objeme okolo 4,1 bil. USD. Z toho banky budú čeliť celkovým odpisom v objeme 2,5 bil. USD. Banky vo vyspelých krajinách pravdepodobne navyše odpíšu okolo 340 mld. USD aktív zo svojich expozícií v rozvíjajúcich sa krajinách. Odpisy bánk celosvetovo teda dosiahnu 61 % (2,5/4,1) odpisov všetkých účastníkov trhu. Z regionálneho pohľadu najviac potenciálnych odpisov bánk pripadá na Európu –okrem bánk Spojeného kráľovstva – až 1,11 bil. USD. Americké banky pravdepodobne odpíšu 1,05 bil. USD zo svojich aktív. Odhad MMF pre odpisy bánk v Spojenom kráľovstve a Ázii (Japonsko, Austrália, Nový Zéland, Hongkong, Singapur) je približne rovnaký: 316 mld. USD, resp. 337 mld. USD. Aj keď európske banky mimo bánk Spojeného kráľovstva sa budú výrazne podieľať na globálnych odpisoch bánk, až 44 % ich

odpisov sa môže týkať aktív mimo Európy, predovšetkým v USA (198 mld. USD) a rozvíjajúcich sa európskych trhoch (172 mld. USD). Pre porovnanie, podiel odpisov z neamerických expozícií tvorí len 8 % celkových odpisov amerických bánk. Porovnateľne s európskymi bankami, až 45 % celkových možných odpisov bánk Spojeného kráľovstva bude pripadať na zahraničné aktíva. Pre ázijské banky je odhadovaná dolárová hodnota odpisov na ich aktíva v USA (116 mld. USD, 35 %) oveľa vyššia ako odpisy na ich expozície v akomkoľvek inom regióne.

MMF odhaduje potrebu nového kapitálu pre banky eurozóny na úrovni 375 mld. USD, v prípade vážnejšieho scenára až na úrovni 725 mld. USD. V prípade amerických bánk sú odhady pre dodatočný kapitál bánk na úrovni 275 mld. USD, resp. 500 mld. USD. Pre banky Spojeného kráľovstva sú tieto odhady na úrovni 125 mld. USD, resp. 250 mld. USD.

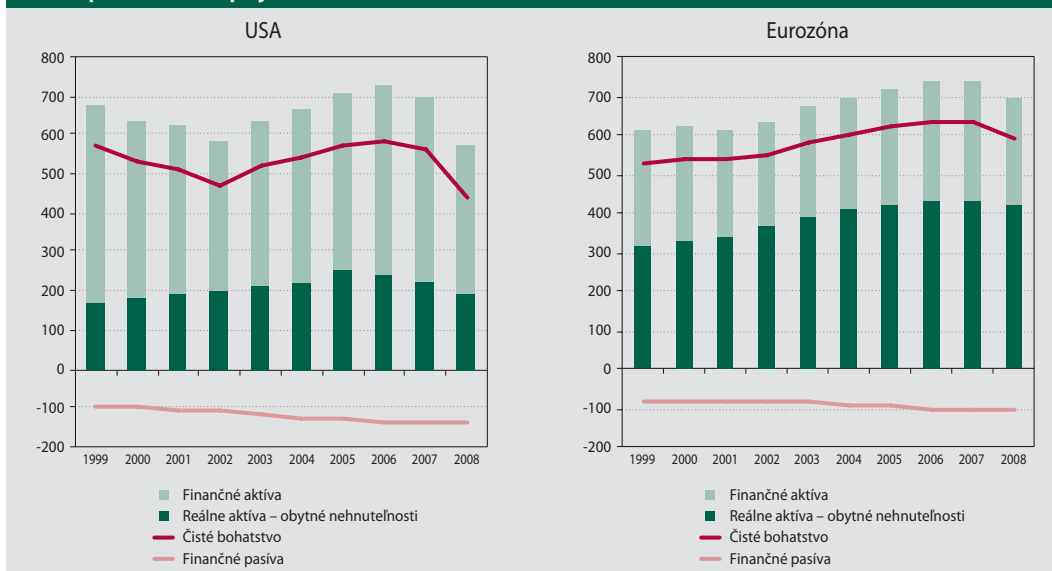
amerických štruktúrovaných nástrojov krytých rizikovými hypotékami. Aby banky vo vyspelých krajinách mohli naštartovať úverovú činnosť, budú veľmi pravdepodobne potrebovať ďalšie štátne kapitálové injekcie, ak sa im nepodarí získať dostatok zdrojov na finančných trhoch.<sup>32</sup> Je veľmi neisté, kedy sa na finančné trhy vráti trvalejší optimizmus. Dôležitým impulzom môže byť sprehľadnenie držby a hodnoty nelikvidných cenných papierov krytých hypotékami a inými znehodnocujúcimi sa aktívami. V tomto smere by mali pomôcť programy nákupu tzv. zlých aktív. Takýto program v objeme 500 až 1000 mld. USD predstavilo americké ministerstvo financií v marci 2009.<sup>33</sup> V krajinách eurozóny o realizácii podobných aktivít zatiaľ informovala len írsky vláda v apríli 2009, kde pôjde najmä o zbavenie sa zlých úverov bánk poskytnutých na výstavbu nehnuteľností.

**Okrem pokračujúcej neistoty v bankových sektoroch vyspelých krajín bude globálny rast brzdiť aj zlá situácia bilancii amerických domácností**

Ani masívny ozdravný program bankového sektora, neobmedzený prístup bánk k likvidite prostredníctvom operácií centrálnych bánk, či priame zvyšovanie peňažnej zásoby v ekonomikách cez nákup štátnych dlhopisov centrálnymi bankami (Fed, Bank of England) však nezabezpečí zdravý tok úverov v ekonomike, ak dopyt po úveroch bude slabý. Kríza nezasiahla len bilancie bánk, ale aj bilancie domácností a podnikov. Americké domácnosti zvyšovali svoju zadlženosť na úroveň až okolo 130 % príjmov najmä pod vplyvom rastúcich cien bytov a finančných inovácií. Výrazný pokles bohatstva domácností spôsobený prepadosť cien nehnuteľností na bývanie a znehodnotením finančných investícií a rastúca nezamestnanosť spôsobili, že miera ich úspor v decembri 2008 dosiahla 3,6 % (za celý rok 2005, v čase vrcholiaceho boomu na trhu nehnuteľností, bola na úrovni -0,5 %). To bolo príčinou rekordného prepadu spotreby koncom roka 2008. Vzhľadom na výrazný prepadosť cien domov a akciových trhov bude musieť miera úspor domácností rásť k úrovniam až okolo 10 %

32 Začiatkom apríla 2009 sa významnej medzinárodnej banke HSBC podarilo úspešne navýšiť kapitál, keď investori upísali až takmer 97 % z rekordne vysokej ponuky akcií v objeme 12,5 mld. GBP. Úspech tejto ponuky na upísanie nových akcií bol však očakávaný aj vzhľadom na relatívne dobrú finančnú pozíciu banky, ktorá na rozdiel od svojich vysoko stratových rivalov dosiahla v roku 2008 zisk pred zdanením v objeme 9,3 mld. USD.

33 Americké ministerstvo financií na program vyčlenilo v rámci TARP-u 75-100 mld. USD. Na programe nákupu zlých aktív sa budú kapitálovo podieľať súkromní investori, formou garancií Federálna korporácia pre poistenie vkladov (FDIC) a formou ďalších zdrojov Fed.

**Graf 13 Aktíva, pasíva a čisté bohatstvo domácností USA a eurozóny  
(% disponibilného príjmu)**


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.  
Poznámka: Údaje za eurozónu sú po tretí štvrtrok 2008.

ich disponibilných príjmov. Vláda USA pristúpila k masívnym štátnym intervenciám na podporu zamestnanosti a stimuláciu spotreby. Dá sa však predpokladať, že ich hlavný efekt bude najmä v oblasti zlepšovania bilancii domácností (tvorby úspor).<sup>34</sup> V období najbližších minimálne 2 rokov preto dopyt po úveroch bude relatívne slabý a ekonomický rast USA výrazne pod jeho potenciálom.

**Výhľad pre ekonomický rast eurozóny je horší než pre USA v dôsledku slabých bilancii bánk a štruktúrne slabšieho domáceho dopytu**

V eurozóne boli a ešte budú negatívne zasiahnuté najmä bilancie bánk. Zadlženosť domácností eurozóny dosiahla koncom roka 2008 niečo vyše 60 % ich príjmov. Miera úspor bola na úrovni 14,4 %. Spotrebný apetít a ochota zadlžovať sa je v eurozóne historicky nižšia než v USA, no kríza cez pokles bohatstva domácností<sup>35</sup> a najmä nepriaznivý výhľad pre zamestnanosť a príjmy negatívne vplývala a bude vplývať na aj tak relatívne nízku spotrebu domácností. Krajiny eurozóny, ktoré disponujú výraznými prebytkami súkromných úspor, nepristúpili k príliš rozsiahlej fiškálnej stimulácii súkromnej spotreby z dôvodu obáv z prílišného nárastu verejných deficitov a kumulácie dlhov s potenciálnym negatívnym

dopadom pre stabilitu eura a pre možné problémy s prefinancovaním vyšších deficitov v budúcnosti.<sup>36</sup> Preto slabá domáca spotreba a tendencia k tvorbe úspor, silné euro a slabý zahraničný dopyt po priemyselnej produkcii krajín eurozóny bude mať v krátkom a strednom horizonte za následok horší dopad krízy na hospodárstvo eurozóny než na ekonomiku USA.

**Súčasná rozsiahla štátna stimulácia v niektorých vyspelých ekonomikách nie je udržateľná a bude mať len dočasný efekt na ekonomické oživenie**

Hoci masívna stimulácia (najmä anglosaských) ekonomik súčasne cez peňažný systém a deficitné financovanie generuje vážne inflačné riziká v dlhšom horizonte, vzhľadom na veľkú zápornú produkčnú medzeru a deflačné tlaky nie sú tieto riziká v najbližších niekoľkých rokoch aktuálne. Bez naštartovania spotreby v krajinách so štruktúrne slabým spotrebným dopytom (Čína, Nemecko, Japonsko) je udržateľné oživenie globálnej ekonomiky ťažko predstaviteľné.

**Ozdravenie medzinárodného obchodu ohrozujú narastajúce protekcionistické nálady**

Napriek globálnej kríze, schopnosť politikov konať dostatočne jednotne a koordinovane bola

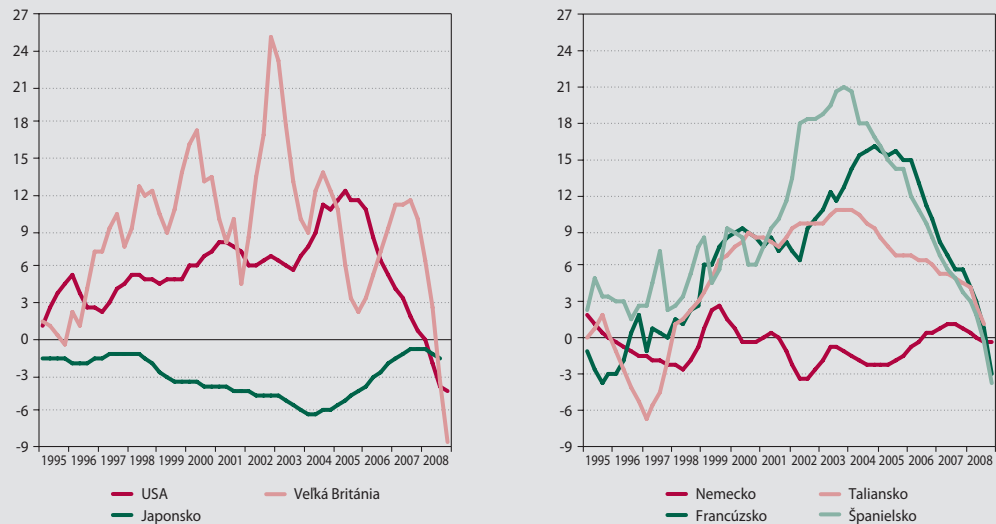
34 Dočasné daňové úľavy v máji 2008, ktoré výrazne zvýšili disponibilný príjem domácností USA, mali zanedbateľný vplyv na nárast výdavkov na spotrebu a takmer celé sa usporili.

35 Podľa indikátora Financial Times pre vývoj cien nehnuteľností ceny nehnuteľností na bývanie v eurozóne poklesli v poslednom štvrtroku 2008 medziročne o 4,8 %.

36 Celkový fiškálny stimul EÚ vrátane automatických stabilizátorov dosahuje viac než 400 mld. €, čo je približne 3,3 % HDP Európskej únie.



Graf 14 Vývoj cien nehnuteľností na bývanie (12-mesačná percentuálna zmena)



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: Údaje za Japonsko a Taliansko sú po tretí štvrtrok 2008.

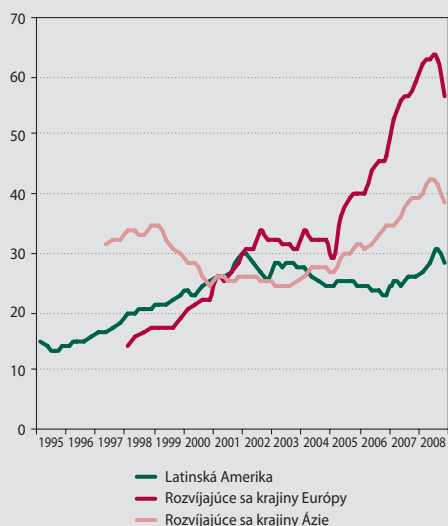
obmedzená a objavili sa ochranárske nálady. Príkladom je aktivita „Buy American“. Ide o návrh opatrenia Demokratickej strany podporovaný odbormi a niektorými priemyselnými zväzmi, ktorého cieľom bolo legislatívne zakotviť v zákonoch upravujúcich fiškálne stimuly, aby vo všetkých infraštruktúrnych projektoch bolo povinné využívať oceľ, železo a spotrebné tovary vyrobené výlučne v USA.<sup>37</sup> Takisto EÚ pristúpila k opätovnému zavedeniu exportných subvencií na mliečne produkty, ktoré však nie sú podľa súčasných pravidiel WTO nelegálne. O zvýšených protekcionistických náladách svedčia aj vyjadrenia niektorých politikov európskych krajín. Veľmi nákladné opatrenia zamerané primárne na domácu ekonomiku majú vedľajší pozitívny účinok na iné (exportne orientované) ekonomiky. To vyvoláva politické napätia. Prosperita globálnej ekonomiky je však veľmi závislá od medzinárodného obchodu, ktorý sa v súčasnosti vyznačuje vertikálnou špecializáciou (rôzne krajiny sa špecializujú na inú fázu produkčného procesu). Preto by skĺznutie k výraznejším protekcionistickým opatreniam a obchodným vojnám globálnu krízu výrazne predĺžilo. To by malo jednoznačne veľmi nepriaznivý dopad na domácu finančnú stabilitu.

**Niektoré krajiny regiónu strednej a východnej Európy, silne závislé od prílevu zahraničného**

**kapitálu, sa dostali do finančnej tiesne z dôvodu obmedzenia prílevu externých zdrojov**

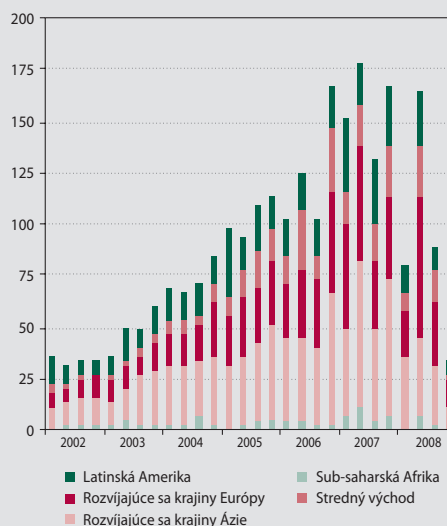
Veľké riziko pre globálny hospodársky rast predstavuje aj finančný potekcionizmus – tlak vlád na banky v niektorých vyspelých krajinách, kde objem záchranných verejných zdrojov umiestnený v bankových sektoroch bol značný, aby zvyšovali poskytovanie úverov do domácej ekonomiky. V prípade krajín strednej a východnej Európy sťahovanie kapitálu a zmenšovanie úverovej angažovanosti zo strany bánk so sídlom v západnej Európe súvisí skôr s potrebou znižovania finančnej páky týchto inštitúcií. Kapitál zahraničných bánk sa dostal pod silný tlak vplyvom veľkých strát z precenenia cenných papierov, očakávajú sa ďalšie straty spôsobené nárastom nesplácaných úverov rôznych kategórií a investori vo všeobecnosti zaujali opatrnejší prístup pri rozhodovaní o investíciách. Niektoré krajiny strednej a východnej Európy preto začali koncom roka 2008 pociťovať výrazný problém s prefinancovaním svojich finančných záväzkov. Celý región strednej a východnej Európy začal predstavovať riziko pre investovanie aj vzhľadom na jeho rapídne sa zhoršujúcu ekonomickú výkonnosť a veľmi nepriaznivý výhľad pre niektoré ekonomiky regiónu. Prejavilo sa to na výmenných kurzoch krajín, ktoré majú režimy voľne plávajúcich mien, ich intenzívnym znehodnocovaním a pre-

37 Po nesúhlasnom postoji prezidenta Obamu bol tento návrh Kongresom pozmenený tak, aby bol v súlade s medzinárodnými záväzkami USA vyplývajúcimi z dohôd WTO a NAFTA.

**Graf 15 Celkové pohľadávky zahraničných bánk (% HDP prijímajúcej krajiny)**


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: Región Latinskej Ameriky tvoria Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Mexiko, Peru a Venezuela. Región rozvíjajúcich sa krajín Európy tvoria Bulharsko, Česká republika, Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko, Litva, Poľsko, Rumunsko, Rusko, Slovenská republika, Slovinsko a Turecko. Región rozvíjajúcich sa krajín Ázie pozostáva z Číny, Indie, Indonézie, Južnej Kórei, Malajzie, Filipín, Singapuru, Taiwanu a Thajska.

**Graf 16 Prílev kapitálu do rozvíjajúcich sa krajín – dlhopisy, emisia akcií a úvery (mld. USD)**


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

Poznámka: Región Latinskej Ameriky tvoria Argentína, Brazília, Chile, Kolumbia, Mexiko, Peru a Venezuela. Región rozvíjajúcich sa krajín Európy tvoria Bulharsko, Česká republika, Estónsko, Maďarsko, Lotyšsko, Litva, Poľsko, Rumunsko, Rusko, Slovenská republika, Slovinsko a Turecko. Región rozvíjajúcich sa krajín Ázie pozostáva z Číny, Indie, Indonézie, Južnej Kórei, Malajzie, Filipín, Singapuru, Taiwanu a Thajska.

padom búrz v tomto regióne.<sup>38</sup> Niekoľko krajín, vrátane troch členských štátov EÚ bolo nútených požiadať o zdroje Medzinárodný menový fond.<sup>39</sup>

**Miernym rizikom pre hospodárstvo Slovenska sa javí byť aj nedostatočná diferenciácia zo strany zahraničných bánk medzi krajinami v regióne strednej a východnej Európy**

Na Slovensku sa finančné turbulencie koncom roka 2008 neprejavili pre nezvratné smerovanie krajiny do eurozóny. Slovensko taktiež nepocítilo problémy s prefinancovaním deficitu bežného účtu, keďže nepatrí ku krajinám s výrazne vysokým deficitom financovaným najmä krátkodobými bankovými úvermi. Nákaza však môže mať iný zdroj. Možným, aj keď málo pravdepodobným, scenárom je, že niektoré zo zahraničných bánk so silnou angažovanosťou v regióne sa rozhodnú aplikovať rovnakú obchodnú stratégiu v celom regióne strednej a východnej Európy (bez zohľadnenia lokálnej situácie v každej krajine, kde majú zastúpenie). Viacerým západoeurópskym bankám ratingové agentúry znížili úverové ratingy z dôvodu ich veľkých expozícií voči regió-

**Graf 17 Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru (denné údaje, index 30. 12. 2005 = 100)**


Zdroj: Eurostat.

Poznámka: Rast/pokles indexu predstavuje znehodnotenie/zhodnotenie meny voči euru.

38 S nárastom averzie voči riziku stratili investície do rozvíjajúcich sa krajín vo všeobecnosti na atraktivite. Podľa odhadov IIF (Institute for International Finance) čisté súkromné kapitálové toky do rozvíjajúcich sa krajín v roku 2008 poklesli na 467 mld. USD, t. j. na polovičnú úroveň z roku 2007. IIF očakáva ďalší prudký pokles na 165 mld. USD v roku 2009, pričom vyše ¾ poklesu budú spôsobené znížením čistého toku kapitálu od komerčných bánk.

39 MMF odhaduje, že región rozvíjajúcej sa Európy – vrátane Turecka – bude v roku 2009 musieť prefinancovať 413 mld. USD splatného dlhu a finančne pokryť deficity bežných účtov na úrovni 84 mld. USD. MMF predpokladá, že finančná medzera v roku 2009 dosiahne 123 mld. USD a v nasledujúcom roku 63 mld. USD. Väčšiu časť tejto sumy vykryje MMF, no budú potrebné aj iné zdroje (až do výšky 105 mld. USD), napr. aj z EÚ.



**Graf 18 Veľkosť trhom vnímanej zraniteľnosti súvisí s veľkosťou zahraničného zadĺženia bez ohľadu na kurzový režim**



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2009.

nu východnej Európy. To napríklad sťažuje ich situáciu pri získavaní dodatočného kapitálu na finančných trhoch.<sup>40</sup> Ak by napríklad materské inštitúcie našich najdôležitejších bánk pristúpili k plošnej aplikácii príliš konzervatívnej obchodnej stratégie zameranej na minimalizáciu rizík z regiónu strednej a východnej Európy, naša domáca produkcia by mohla byť nadmieru obmedzená nedostatočným financovaním.<sup>41</sup>

### **Dôveru investorov voči regiónu východnej Európy môže ešte viac oslabiť devalvácia niektorých z mien pobaltských krajín**

Hrozbou pre finančnú stabilitu regiónu je aj prípadný kolaps niektorého z fixných kurzových režimov pobaltských krajín (riziko je najväčšie v prípade Lotyšska). Tie sú čoraz ťažšie udržateľné vzhľadom na veľmi nepriaznivý stav hospodárstiev týchto krajín a problémy so zabezpečením zahraničného financovania. Slovensko ako člen eurozóny by však bolo do veľkej miery chránené pred dôsledkami realizácie tohto negatívneho scenára.

40 Podľa odhadov MMF, banky v regióne rozvíjajúcej sa východnej Európy môžu čeliť odpisom vo výške 185 mld. USD, a preto budú potrebovať získať nový kapitál v objeme 102 mld. USD. Keďže samotným materským inštitúciám výrazne rastú odpisy, bude pre ne zložitým doplniť kapitál aj v ich dcérskych spoločnostiach.

41 K obmedzeniu tohto rizika do istej miery prispelo spoločné vyhlásenie orgánov finančného dohľadu niekoľkých krajín regiónu (Českej republiky, Slovenska, Poľska, Maďarska, Rumunska a Bulharska) na začiatku marca 2009, v ktorom odmietajú príliš jednoliate vnímanie rizikovosti regiónu strednej a východnej Európy.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

KAPITOLA 2

# VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2







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

### 2.1 CELKOVÝ VÝVOJ EKONOMIKY SR

Finančná kríza, ktorá prepukla v prvom polroku 2007, domácu ekonomiku a slovenský finančný sektor bezprostredne po jej vzniku významnejšie neovplyvnila. Vzhľadom na konzervatívny obchodný model a orientáciu na domácich klientov, bankový sektor nebol výrazne zasiahnutý prepadom cien aktív na svetových finančných trhoch. Dôsledky finančnej krízy pocítili viac klienti niektorých finančných inštitúcií cez znehodnotenie svojich investícií. Keď sa však finančná kríza začala prelievať do reálnej ekonomiky, prostredníctvom transmisného kanálu medzinárodného obchodu, bola koncom roku 2008 zasiahnutá aj slovenská ekonomika.

Reálna ekonomika v roku 2008 čelila zhoršujúcim sa prejavom globálnej finančnej krízy ešte bez výraznejších problémov. Kondícia domáceho hospodárstva bola podložená niekoľkoročným udržateľným rastom ekonomickej aktivity, avšak Slovensko ako malá a veľmi otvorená ekonomika nemohla ostať nezasiahnutá negatívnym vývojom v externom prostredí. Domáca makroekonomická stabilita a schválenie vstupu SR do eurozóny od 1. januára 2009 ukotvovali očakávania a napomáhali tmiť dopady turbulencií na medzinárodných finančných trhoch, ktoré prevládali od septembra 2008. S cieľom obmedziť dopad krízy na domácu ekonomiku a minimalizovať jej prípadné vplyvy, prijali vláda SR aj NBS, koordinovane s ostatnými krajinami EÚ, určité stabilizačné opatrenia.<sup>42</sup>

Financovanie súkromného sektora úvermi z domácich peňažných finančných inštitúcií sa zvýšilo na 39,6% HDP. Zahraničná zadlženosť súkromného sektora rástla, bola však stále na bezpečnej úrovni a financovaná stabilnými zdrojmi.

Pokračujúca apreciácia výmenného kurzu koruny v roku 2008 pôsobila v smere sprísňovania menovej politiky, ku koncu roka NBS nasledovala ECB v uvoľňovaní menovej politiky znižovaním kľúčových sadzieb.

Deficit verejných financií bol opätovne pod úroveň maastrichtského kritéria, vzhľadom na očakávané spomaľovanie rastu ekonomickej aktivity však narastá napätie medzi záväzkom ďalšej konsolidácie a snahou zvýšiť proticyklické pôsobenie fiškálnej politiky nad rámec rozpočtu.

***Pokračoval rast ekonomiky založený na zdravých základoch, cyklická pozícia ekonomiky mala neutrálny vplyv na vývoj cien***

Slovenská ekonomika rástla naďalej vysokým tempom, keď HDP v roku 2008 vzrástol reálne o 6,4%, rast sa však ku koncu roka spomaľoval, keď v novembri a decembri 2008 došlo k hlbokému poklesu objemu domácej priemyselnej výroby a vývozu. Oslabenie zahraničného dopytu spôsobilo opätovný deficit čistého exportu, domáci dopyt rástol rovnakým tempom ako v roku 2007. Najmä v poslednom štvrtroku 2008 oslabil investičná aktivita aj spotreba domácností. Rast ekonomiky sa pohyboval blízko potenciálu, vzhľadom na zdravý vývoj fundamentov nepôsobil na zvyšovanie vonkajšej ani vnútornej nerovnováhy.

Rast HDP bol podložený zvyšovaním produktivity práce, ako aj rastom počtu zamestnancov. Proporcie rastu reálnych miezd a rastu produktivity práce sa však opätovne narušili, keď sa predstih rastu produktivity práce pred rastom miezd podstatne znížil.

***Rast cien sa od jesene začal spomaľovať***

Spotrebiteľské ceny<sup>43</sup> v roku 2008 vzrástli medziročne o 4,4 %. Rastúci trend mala aj jadrová inflácia, keď vzrástla o 3,3 %. Vývoj cien bol podmienený globálnym rastom cien energií a agrokomodít, ktoré na jeseň zmenili tendencie vývoja. Napriek zrýchľovaniu cenového vývoja od druhého polroka 2007, Slovensko splnilo inflačné kritérium pre vstup do eurozóny s rezervou, keď priemerná miera harmonizovanej inflácie v referenčnom období pre hodnotenie pripravenosti vstupu SR do eurozóny od apríla 2007 do

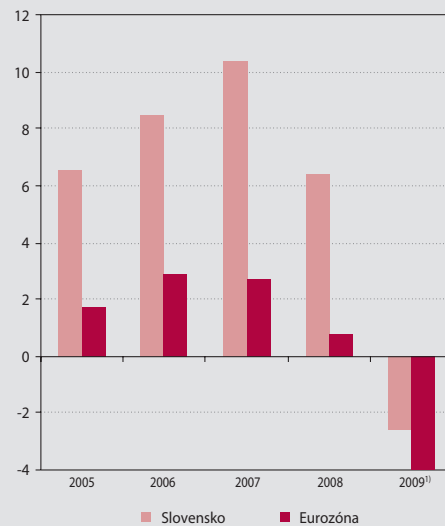
<sup>42</sup> „Návrh opatrení vlády SR na prekonanie dopadov globálnej finančnej krízy“, novelizácia Zákona o ochrane vkladov, Opatrenie NBS o likvidite bánk a pobočiek zahraničných bánk.

<sup>43</sup> Inflácia meraná národným indexom spotrebiteľských cien.





Graf 19 Vývoj HDP (%)



Zdroj: ŠÚ SR, EK: Economic Forecast, Spring 2009.  
1) Odhad.

Graf 20 Vývoj produktivity práce a miezd (medziročná zmena, %)



Zdroj: ŠÚ SR.

marca 2008 dosiahla 2,2% pri referenčnej hodnote 3,2%.

#### Cenová konkurencieschopnosť sa oslabovala

Cenová konkurencieschopnosť domácich exportérov hodnotená na základe indexu nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa oslabovala. Apreciácia NEER sa v priemere za rok zrýchlila na 5,8%, najmä príspevkom zhodnotenia voči euru. Po zohľadnení vývoja cien sa reálny efektívny výmenný kurz zhodnotil na báze indexu cien produktov priemyselnej výroby o 2,3 %.

#### Deficit bežného účtu platobnej bilancie sa medziročne zvýšil

V roku 2008 sa vzhľadom na prenos finančnej krízy do reálnej ekonomiky krajín eurozóny neaplnili očakávania výrazného zníženia deficitu bežného účtu. Zhoršenie vonkajších podmienok, najmä pokles dopytu v krajinách hlavných obchodných partnerov, znamenalo pozastavenie zlepšovania obchodnej bilancie zaznamenané v roku 2007. Rast deficitu bežného účtu bol podmienený najmä horším vývojom bilancie služieb a bežných transferov. Nárast deficitu bežného účtu zmiernoval pokles deficitu bilancie výnosov. Podiel salda bežného účtu na HDP dosiahol

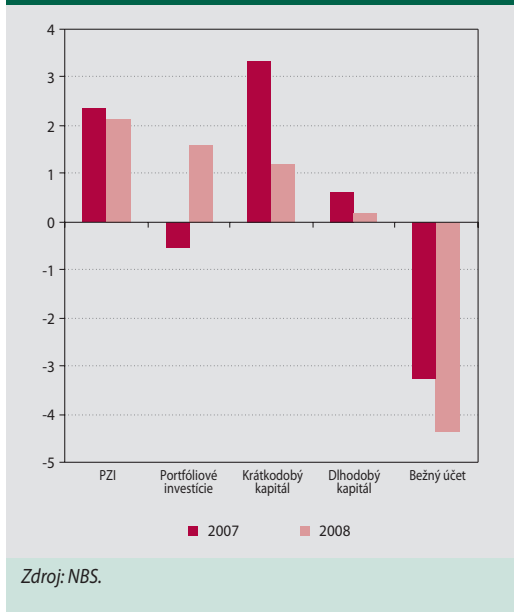
6,5 % (a 1,4 % HDP po odpočítaní dividend vyplatených do zahraničia a reinvestovaného zisku).

#### Prílev krátkodobých zahraničných finančných zdrojov klesal

Prebytok kapitálového a finančného účtu dosiahol 5 868,7 mil. €. V štruktúre prílevu finančných tokov vzrástol prílev portfóliových investícií (pokles záujmu rezidentov o zahraničné cenné papiere a naopak rast záujmu zahraničných investorov o emitované obligácie), mierne poklesol prílev PZI a znížil sa aj prílev zdrojov v rámci ostatných investícií (pokles krátkodobých vkladov nerezidentov v slovenských bankách a splácanie dovozných záväzkov v podnikovom sektore). Takúto štruktúru financovania možno považovať v súčasných podmienkach za vcelku priaznivú, vzhľadom na výšku deficitu bežného účtu a nízky podiel krátkodobých kapitálových tokov.

#### Zahraničná zadlženosť má rastúcu tendenciu

Hrubý zahraničný dlh v dolárovom vyjadrení vzrástol na 52,5 mld. USD. Hrubý zahraničný dlh voči HDP vzrástol na 55,4 % HDP a čistá zahraničná zadlženosť krajiny v pomere k veľkosti ekonomiky sa znížila na 7,6 % HDP. Podiel krátkodobého dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu

**Graf 21 Krytie deficitu bežného účtu (mld. EUR)**


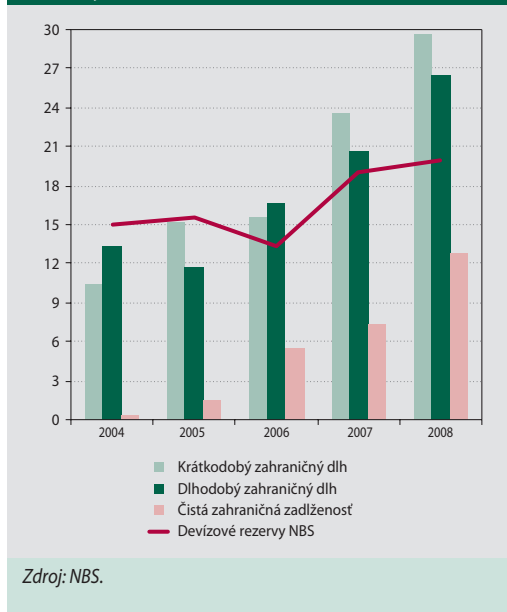
mierne poklesol na 51,6 %. Krytie krátkodobého zahraničného dlhu devízovými rezervami NBS bolo na úrovni 69,5 %.

#### ***Pôsobenie menovej politiky na ekonomiku prešlo z reštriktívnej do expanzívnej polohy***

Kým v prvom polroku 2008 menová politika pôsobila na ekonomiku sprísňujúco, vplyvom posilňovania nominálneho kurzu, úroková zložka menových podmienok sa pri nezmenenej základnej sadzbe NBS a rastúcich inflačných očakávania postupne uvoľňovala. V druhom polroku pôsobilo razantné znižovanie úrokových sadzieb pri stabilnom vývoji kurzu na ekonomiku expanzívne.

#### ***Pôsobenie verejných financií na ekonomiku v roku 2008 bolo mierne reštriktívne***

Hospodárenie štátneho rozpočtu skončilo v roku 2008 mierne pod rozpočtovanou hodnotou, na úrovni 2,2 % HDP. Dosiahnutie strednodobého fiškálneho cieľa, stanoveného v konvergenčnom programe ako deficit očistený o cyklické vplyvy a dočasné opatrenia, na úrovni 0,8 % HDP do roku 2010 je však vzhľadom na nedostatočnú konsolidáciu v roku 2008 a zhoršenie výhľadov na ďalšie roky problematickejšie. Hrubý dlh verejnej správy poklesol na úroveň 27,6 % HDP

**Graf 22 Zahraničná zadlženosť a devízové rezervy (mld. USD)**


z úrovne 29,4 % v roku 2007. Príspevok verejných rozpočtov k medziročnej zmene agregátneho dopytu – fiškálny impulz (zmena cyklicky očisteného primárneho salda verejných financií) – bol v roku 2008 mierne reštriktívny, na úrovni -0,6 % HDP.<sup>44</sup>

Vzhľadom na vstup do eurozóny a potrebu emitovať nástroj akceptovateľný v obchodoch s ECB realizovala agentúra ARDAL od októbra aukcie ročných štátnych pokladničných poukázok, ktoré sa stretli s vysokým záujmom domácich investorov. ARDAL tak mal možnosť v aukciách holandským spôsobom znižovať akceptované úrokové sadzby. V roku 2008 emitoval ARDAL štátne dlhopisy len na domácom trhu, vzhľadom na priaznivejšie podmienky ako na európskom trhu.

## **2.2 VÝVOJ NA DOMÁCIH FINANČNÝH TRHOCH Z HĽADISKA RIZÍK PRE FINANČNÚ STABILITU**

Vývoj na domácich finančných trhoch bol v roku 2008 relatívne pokojný, ani kríza likvidity po páde Lehman Brothers v septembri vážnejšie nepoznačila situáciu na domácom trhu. Z domáceho prostredia prichádzali prevažne pozitívne impulzy spojené s pozitívnymi očakávaniami

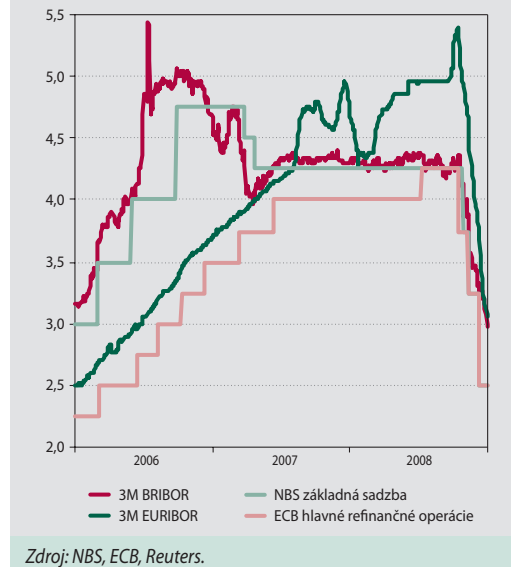
<sup>44</sup> MF SR, Program stability Slovenska na roky 2008 až 2012.



**Graf 23 Vývoj kurzu slovenskej koruny voči euru a americkému doláru**



**Graf 24 Krátkodobé úrokové sadzby peňažného trhu a úrokové sadzby ECB a NBS (%)**



vstupu krajiny do eurozóny, ktoré vyvažovali negatívne vplyvy vývoja na globálnych trhoch, podmieňujúce nárast negatívneho sentimentu voči regiónu. Návrh EK na prijatie SR do eurozóny v máji 2008 a jeho schválenie a stanovenie konverzného kurzu koruny voči euru v júli<sup>45</sup> ukotvilo očakávania. Udalosti na vyspelých finančných trhoch nemali významný priamy vplyv na vývoj a stabilitu domácich finančných trhov.

Od októbra 2008 NBS pristúpila k harmonizovaniu základných úrokových sadzieb so sadzbami ECB. V troch krokoch boli kľúčové úrokové sadzby znížené o 175 bázických bodov. Na devízovom trhu v roku 2008 nevznikla situácia, ktorá by vyžadovala intervencie centrálnej banky.

V priebehu prvého polroku 2008 bankový sektor neočakával zmeny kľúčových sadzieb NBS, vývoj na peňažnom trhu bol tak na krátkom konci výnosovej krivky ovplyvňovaný štandardne likviditnou situáciou v sektore. Sadzby dlhších splatností, ktoré určitou časťou spadali do roku 2009, zaznamenávali od mája posun smerom nahor, čo bolo podmienené postupným približovaním sa úrovni sadzieb v eurozóne. Na zmeny úrokových sadzieb NBS od októbra 2008 reagovali úrokové sadzby peňažného trhu poklesom pozdĺž celej výnosovej krivky. Na domácom trhu bol dostatok likvidity, na rozdiel od situácie v krajinách eurozóny, kde úroveň sa-

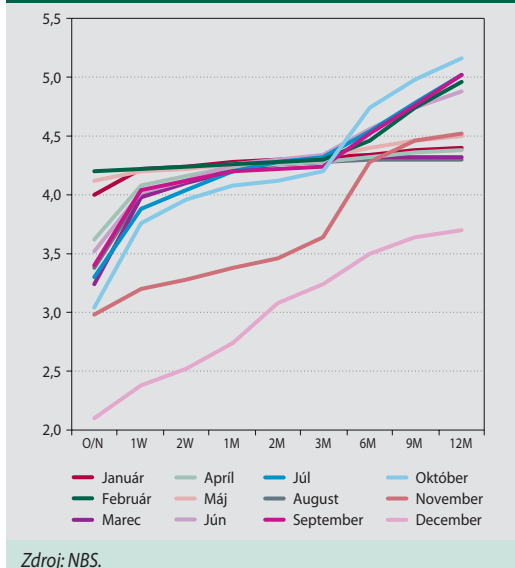
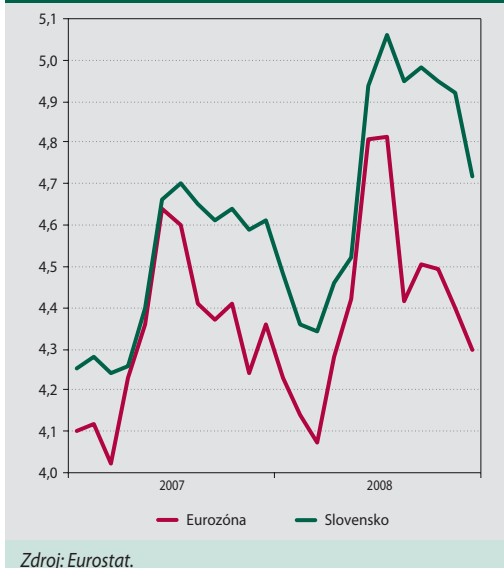
dzieb peňažného trhu stúpala vzhľadom na rast neistoty na trhu.

#### DEVÍZOVÝ TRH

#### *Dlhodobý apreciačný trend vývoja kurzu koruny sa ukončil na úrovni konverzného kurzu voči euru*

V prvých dvoch mesiacoch roka 2008 koruna prechodne oslabovala v dôsledku prenosu averzie k riziku na trhy rozvíjajúcich sa krajín, v apríli a máji vplyvom sezónnych faktorov (repatriácia dividend do zahraničia). V smere posilňovania kurzu však pôsobili správy potvrdzujúce pripravenosť SR vstúpiť do eurozóny a rastúcu pravdepodobnosť pozitívneho hodnotenia Slovenska. Po zverejnení konvergenčnej správy v máji 2008 bola dohodnutá zmena centrálnej parity na silnejšiu úroveň (30,126 SKK/EUR), ktorá bola odsúhlasená aj ako konverzná úroveň koruny voči euru. V období pred posunom centrálnej parity sa kurz koruny nachádzal v apreciačnej časti fluktuálneho pásma, po zmene centrálnej parity sa kurz postupne približoval ku konverznému úrovni 30,126 SKK/EUR. S výnimkou mierneho oslabenia (1,8% od centrálnej parity) v októbri, bolo konvergovanie koruny k zaфикovanej hodnote pokojné a stabilné, s veľmi nízkou volatilitou, keďže sa výrazne znížil vplyv špekulatívnych obchodov.

<sup>45</sup> Konverzný kurz bol 8. júla 2008 stanovený na úrovni centrálnej parity 30,126 SKK/EUR.

**Graf 25 Vývoj výnosových kriviek peňažného trhu (%)**

**Graf 26 Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov (%)**


Výmenný kurz slovenskej koruny sa v priebehu roka 2008 posilnil medziročne v priemere o 7,4 % voči euru a o 13,6 % voči americkému doláru.

#### MEDZIBANKOVÝ PEŇAZNÝ TRH

##### *Vývoj na domácom peňažnom trhu bol v roku 2008 pokojný*

NBS v prvom polroku kľúčové úrokové sadzby nemenila. Od októbra 2008 NBS pristúpila k harmonizovaniu základných úrokových sadzieb so sadzbami ECB. V troch krokoch<sup>46</sup> boli kľúčové úrokové sadzby znížené o 175 bázických bodov na úroveň 1,5 % pre jednoduchové sterilizačné obchody, 3,50 % pre jednoduchové refinančné obchody a 2,50 % pre dvojtzáždňové repo tendre. Banky neočakávali zmeny základných úrokových sadzieb NBS, takže výnosová krivka mala počas prvého polroka 2008 normálny tvar. Volatilnejší bol vývoj sadzieb kratších splatností, v reakcii na aktuálny stav likvidity v bankovom sektore. Sadzby dlhších splatností sa od mája 2008 zvyšovali k úrovniam sadzieb medzibankového trhu eurozóny, ktoré rástli v súvislosti s nedostatkom likvidity na medzinárodných finančných trhoch. Na zmenu úrokových sadzieb NBS reagovali úrokové sadzby peňažného trhu poklesom pozdĺž celej výnosovej krivky.

Krátkodobá úroková miera na medzibankovom trhu (3-mesačný BRIBOR) bola stabilná, pohybovala sa okolo základnej sadzby NBS. Voči úrovni krátkodobých sadzieb na európskom trhu (3-mesačný EURIBOR) sadzby na slovenskom trhu začali výrazne klesať pod vplyvom znížení kľúčových sadzieb NBS koncom októbra 2008. Vzhľadom na neštandardnú situáciu na vyspelých trhoch boli sadzby na slovenskom trhu nižšie a menej volatilné ako v eurozóne.

##### *Bankový sektor mal dostatok likvidity*

Vysokú likviditu bankového sektora reflektovala sterilizačná pozícia NBS. Najmä počas posledných dní roka 2008 sa na likvidite sektora prejavovalo sťahovanie korunovej likvidity z obehu v súvislosti so vstupom SR do eurozóny. Centrálna banka realizovala štandardný výkon menovopolitických opatrení, ktoré boli ku konca roka modifikované, s cieľom napomôcť plynulému prechodu do prostredia s opačným likviditným parametrom. Banky preferovali najmä v prvom štvrtroku dlhodobější formu sterilizácie prostredníctvom repo tendrov, ale predovšetkým vo forme pokladničných poukážok NBS. Opačná situácia nastala v posledných mesiacoch roka, keď banky uprednostňovali ukladanie voľných zdrojov prostredníctvom jednoduchových vkladov v NBS s cieľom disponovať zdrojmi na kratšie obdobie.

<sup>46</sup> V októbri, novembri a decembri 2008.



### KAPITÁLOVÝ TRH

#### *Na primárnom trhu dlhopisov tradične dominovali aukcie štátnych dlhopisov*

V prvom polroku 2008 priaznivý vývoj štátneho rozpočtu, ako aj možnosť využívať dočasne voľné zdroje Štátnej pokladnice umožňovali ARDAL-u selektovať aukčné ponuky. Vývoj výnosovej krivky referenčných štátnych dlhopisov sa odvíjal najmä od pohybov výnosov v eurozóne, ktoré ku koncu obdobia výraznejšie klesali. Na primárny trh neštátnych dlhopisov boli uvádzané najmä emisie hypotekárnych záložných listov. Obchodovanie s dlhopismi na BCPB oproti predchádzajúcim rokom zaznamenalo mierny nárast. Trhová kapitalizácia dlhopisov ku koncu decembra dosiahla 503,6 mld. Sk (16,7 mld. €).

#### *Obchodovanie s akciami na BCPB bolo naďalej nízke*

Trhová kapitalizácia majetkových cenných papierov ku koncu decembra bola na úrovni 116,9 mld. Sk (3,9 mld. €), čo znamenalo pokles o 26,7% oproti roku 2007. Index SAX mal značne volatilný priebeh, podmienený veľmi nízkym počtom zložiek (5). Uzatváral v decembri na hladine 359,18 bodu, čo predstavovalo ročný pokles o 86,5 bodu.

### 2.3 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z DOMÁCEHO MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA A FINANČNÝCH TRHOV V SR

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

- s nepriaznivým vývojom exportnej výkonnosti ekonomiky a spomaľovaním rastu domáceho dopytu
- s kapacitou domácej ekonomiky absorbovať šoky
- s vývojom verejných financií v strednodobom časovom horizonte

*Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia a finančných trhov v SR majú vzhľadom na vysokú otvorenosť slovenskej ekonomiky tendenciu narastať*

Riziká pre domácu finančnú stabilitu majú tendencie naďalej narastať, predovšetkým pod vplyvom negatívneho vývoja v externom prostredí, ktorý testuje schopnosť ekonomiky vyrovnávať sa s vonkajšími šokmi. Očakávaný pokles domácej ekonomiky by však nemal ohroziť udržanie dosiahnutej finančnej stability. V roku 2008 sa ďalej prehľbovali rizikové trendy vo vonkajšom prostredí, identifikované v predchádzajúcich správach o finančnej stabilite. Materializovalo sa najmä riziko prechodu krajín eurozóny do recesie a jeho postupný prenos do domáceho prostredia. Domáce prostredie pôsobilo v posledných rokoch na finančnú stabilitu priaznivo, došlo však k nevyhnutnému spomaľovaniu tvorby ziskov podnikov. Vzhľadom na oneskorenia v reakcii trhu práce na vývoj v korporátnom sektore, príjmy domácností v období do konca roku 2008 zasiahnuté neboli, v nasledujúcom období však pocítia aj domácnosti obmedzenia pre tvorbu príjmov.

Kým donedávna vysoká otvorenosť ekonomiky napomáhala v prostredí stabilného vývoja na exportných trhoch generovať zisky, hospodárska kríza odhalila riziká vyplývajúce z orientácie reálnej ekonomickej aktivity na pomerne úzky okruh exportných odvetví. Ukazuje sa, že odvetvia naviazané na domáci dopyt nie sú schopné kompenzovať výpadky príjmov exportného sektora a s určitým oneskorením sú tiež zasiahnuté poklesom ekonomickej aktivity. V podmienkach malej otvorenej ekonomiky sú aj možnosti fiškálnej politiky stimulovať domáci dopyt obmedzené, multiplikačné efekty fiškálnych stimulov sú pomerne nízke. Expanzívna fiškálna politika navyše v strednodobom horizonte zvyšuje náklady na obsluhu verejného dlhu. Výraznejšie prínosy možno očakávať len od štrukturálnych politík, zameraných na podporu rastového potenciálu ekonomiky.

Vstup Slovenska do eurozóny pomáha znížiť niektoré riziká z nestability finančných trhov. Krajinne sa sprístupňuje možnosť získavať v zahraničí finančné zdroje v domácej mene, a tým odstrániť kurzové riziko a znížiť náklady na obsluhu zahraničných dlhov, aj keď zároveň výmenný kurz do veľkej miery stráca funkciu absorbéra šokov. Preto je potrebné pokračovať v konsolidácii verejných financií a zvyšovaní flexibility trhu práce, keďže tieto dve oblasti sú kľúčové pre absorpciu šokov v menovej únii.



V roku 2009 sa podľa prognóz<sup>47</sup> očakáva v krajinách EÚ hospodársky pokles, nasledovaný miernym oživením v roku 2010. Neistoty spojené s prípadným oddiaľovaním očakávaného oživenia v eurozóne sú rizikom aj pre vývoj na Slovensku. Vzhľadom na výraznú orientáciu ban-

kového sektora na financovanie domácej ekonomiky, pokles (výpadok) príjmov a vyčerpanie naakumulovaných finančných rezerv podnikov sa bude spätne prenášať do finančného sektora nárastom kreditných rizík úverov.

<sup>47</sup> Napr. prognózy MMF a EK, uvádzané v 1. kapitole.







# VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ



## 3 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Spomaľovanie rastu domácej ekonomiky i nepriaznivý vývoj v externom prostredí sa prejavilo aj v nižšom raste príjmov korporácií, príjmy domácností, vzhľadom na oneskorenie reakcií trhu práce, boli v roku 2008 zasiahnuté v menšej miere.

**Úverovanie nefinančných korporácií a domácností v roku 2008 rástlo, avšak pomalším tempom**

Dynamika rastu úverov nefinančným podnikom i domácnostiam sa síce spomalila, absolútne prírastky úverov boli však naďalej vysoké. V posledných mesiacoch roku 2008 nastalo výrazné spomalenie úverovej aktivity, najmä vo vzťahu k nefinančným podnikom.

Zadĺženie nefinančných korporácií i domácnosti ďalej vzrástlo, úvery poskytnuté týmto sektorom boli na úrovni 39,6% HDP. Podniky ani domácnosti nemali problémy splácať svoje záväzky.

### 3.1 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ

**Očakávania podnikateľskej sféry sa najmä ku koncu roka 2008 zhoršovali**

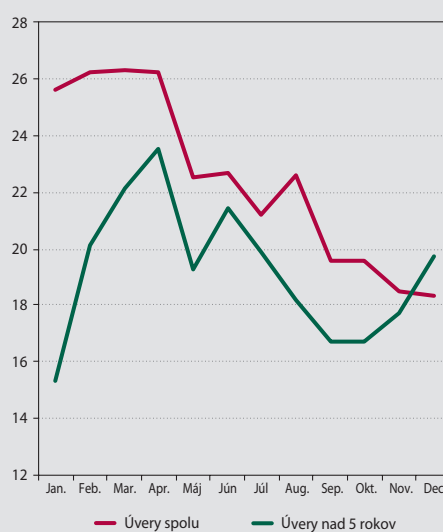
Indikátor ekonomického sentimentu pokračoval v klesajúcom trende, nastúpenom od jesene 2007, podstatný negatívny zlom v jeho vývoji na-

stal v októbri 2008. Pokles optimizmu sa presadzoval vo všetkých sektoroch. Relatívne najviac optimizmu sa udržalo v službách a maloobchode. Do pesimistickej polohy sa prepadli náklady v priemysle a stavebníctve.

**Finančná výkonnosť podnikov poklesla**

Hospodárske výsledky sektora nefinančných korporácií boli o 7,4% nižšie ako v predchádza-

**Graf 27 Vývoj úverovej aktivity v roku 2008 (medziročná zmena v %)**



Zdroj: NBS.

**Tabuľka 5 Pohľadávky PFI voči nefinančným spoločnostiam a domácnostiam**

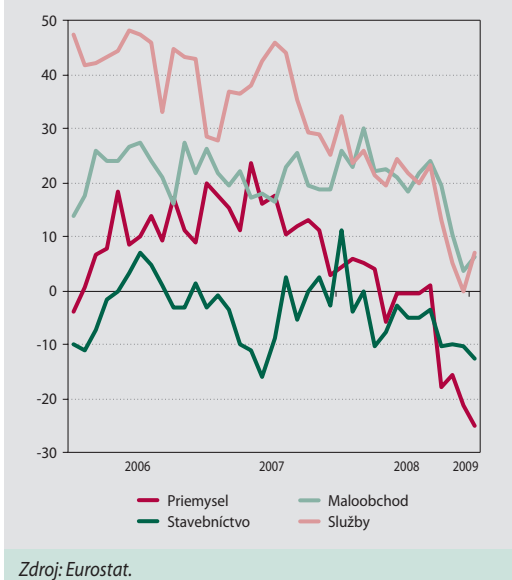
	2006	2007	2008
Nefinančné podniky, mil. EUR	10 899,6	13 448,6	15 455,3
Domácnosti + neziskové inštitúcie, mil. EUR	7 901,4	10 101,3	12 630,9
Úvery nefinančným podnikom, % HDP	19,7	21,6	22,9
Úvery domácnostiam, % HDP	14,4	16,4	18,7
Úvery nefinančným podnikom, rast v %	20,3	25,6	14,9
Úvery domácnostiam, rast v %	31,4	28,6	25,0
Úvery nefinančným podnikom, medziročná zmena v mil. EUR	–	2 549,0	2 006,7
Úvery domácnostiam, medziročná zmena v mil. EUR	–	2 199,9	2 529,6

Zdroj: NBS, ŠÚ SR.



VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

**Graf 28 Konjunktúrne indikátory (kumulatívne saldo)**



júcom roku, keď dosiahli zisk na úrovni 285,7 mld. Sk (9,5 mld. €), čo predstavovalo 14,1 % HDP. Najvyššiu ziskovosť dosiahli odvetvia ťažby nerastných surovín (20 %), nehnuteľnosti (12,3 %) a výroby a rozvodu elektriny, plynu a vody (11,7 %). Vysoká výkonnosť slovenských podnikov, ktorá na agregátnej úrovni v posled-

ných rokoch prevyšovala parametre európskeho priemeru, poskytuje podnikom určitú finančnú rezervu, umožňujúcu zvládnuť kratšie obdobie výpadku príjmov.

**Miera zadlženosti podnikov na agregátnej úrovni sa mierne zvýšila**

Napriek rastúcemu objemu pasív podnikového sektora, ukazovatele zadlženosti sa výrazne nezhoršovali, vďaka dynamickému rastu ziskov podnikov v posledných rokoch. Rast pasív podnikov je od roku 2006 sprevádzaný aj rastom ich finančných aktív.

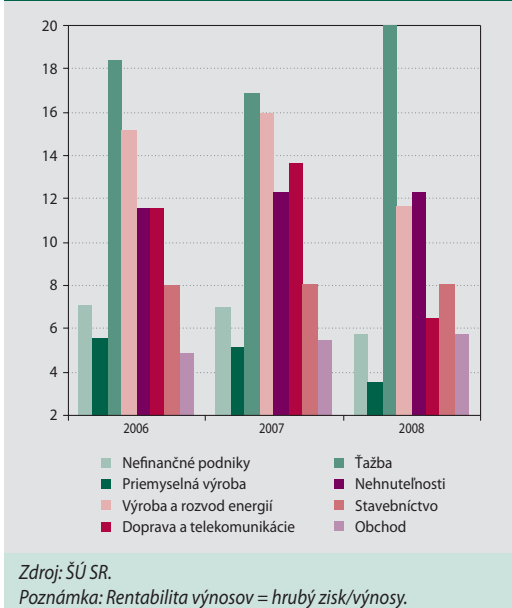
**V štruktúre financovania dominovalo financovanie formou akcií**

V štruktúre pasív mali dominantný podiel 50 % akcie a ostatné záväzky, vo forme úverov bolo 30 % pasív a záväzky viazané vo forme ostatných pohľadávok a záväzkov (obchodný úver a predavky) tvorili 19 % pasív. Emisie dlhopisov predstavovali najmenej významný spôsob financovania s podielom 0,7 %.

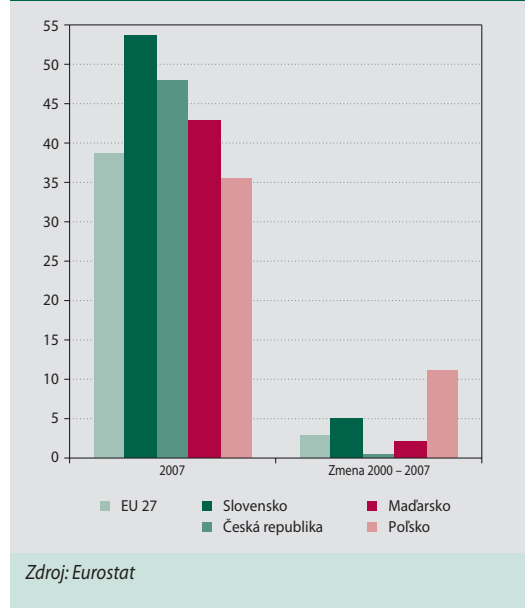
**Tempo rastu úverov sa spomalilo**

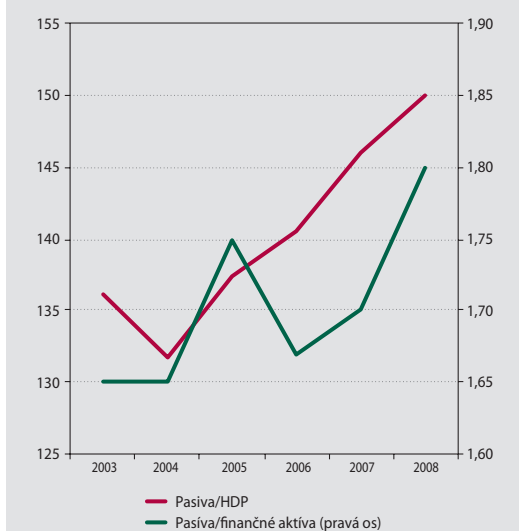
Tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam z domáceho bankového sektora sa v roku

**Graf 29 Rentabilita výnosov nefinančných podnikov (%)**

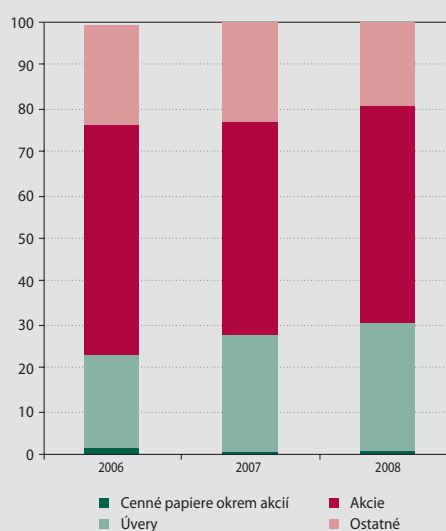


**Graf 30 Podiel zisku nefinančných korporácií na pridanej hodnote (%)**



**Graf 31 Miera zadlženosti nefinančných korporácií (%)**


Zdroj: Eurostat.

**Graf 32 Štruktúra pasív nefinančných korporácií (%)**


Zdroj: NBS, prepočty NBS.

2008 spomalilo na 14,9%, keďže banky pristúpili ku sprísňovaniu úverových štandardov. Dopyt podnikov po úveroch, najmä dlhodobých, tiež poklesol.

*Trh práce reagoval na vývoj ekonomiky s oneskorením*

Dynamický rast ekonomiky generoval na pracovnom trhu tvorbu nových pracovných miest. Tým sa vytvárali podmienky pre pokles miery nezamestnanosti a rast príjmov domácností. Zrýchlil

### 3.2 VÝVOJ V SEKTORE DOMÁCNOSTÍ

*Zadlženosť domácností síce ďalej narastala, bilancia sektora domácností však nepredstavovala pre finančnú stabilitu výraznejší zdroj rizík*

Situácia na trhu práce aj priaznivý vývoj príjmov domácností podporovali bilanciu sektora. Ku koncu roka možno pozorovať zmeny podmienok, ktoré pôsobili proti zadlžovaniu domácností. Pôsobilo súčasne viacero faktorov – oslabovanie vývoja miezd, pokles cien nehnuteľností aj vyššie úrokové sadzby na úvery.

*Spotrebiteľská dôvera sa oslabovala, aj keď pokračoval rast príjmov domácností*

Od začiatku roku 2007, keď indikátory spotrebiteľskej dôvery dosahovali svoje historické maximum, sa nálady spotrebiteľov postupne presúvali do pesimistickej polohy, s výrazným prepadom v posledných mesiacoch roka 2008. Pokles optimizmu predznamenával vývoj na trhu práce.

**Graf 33 Indikátor spotrebiteľskej dôvery (konjunktúrne saldo)**


Zdroj: Eurostat

Poznámka: Sezónne očistené údaje.



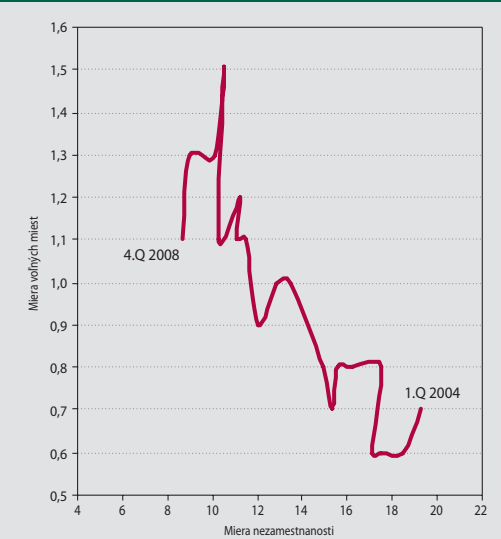
sa rast nominálnych miezd, rast reálnych miezd sa ku koncu roka spomaľoval, aj napriek klesajúcej inflácii. Hrubý disponibilný príjem, ktorý mali domácnosti po úhrade bežných výdavkov z bežných príjmov k dispozícii na ďalšie použitie, vzrástol o 11,9 %. Do úspor smerovala relatívne vyššia časť príjmov, keď miera hrubých úspor vzrástla na 9,2 %.

#### Finančné aktíva domácností

V štruktúre finančných aktív prevažoval podiel menej rizikových a likvidnejších aktív vo forme vkladov a obeživa. Na náraste podielu vkladov a poklesu podielu obeživa sa podieľalo očakávané prijatie eura. Nepriaznivý vývoj na finančných trhoch poznamenal zhodnocovanie finančných aktív domácností alokovaných najmä v podielových fondoch a poisťovacích produktoch. Situácia sa dotkla aj výnosov v dôchodkových fondoch. Kým v prvom polroku 2008 bola situácia vcelku pokojná, po turbulenciách v septembri domácnosti realokovali najmä zdroje z podielových fondov do bankových produktov, vnímaných po zvýšení garancie ochrany vkladov v bankách ako bezpečnejšie.

#### Úverovanie domácností pokračovalo výrazným tempom aj v roku 2008

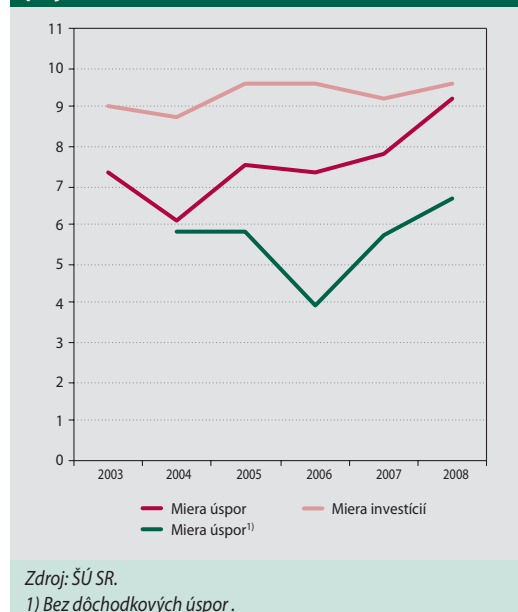
Graf 34 Vývoj na trhu práce – miera nezamestnanosti a miera voľných miest (%)



Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat.

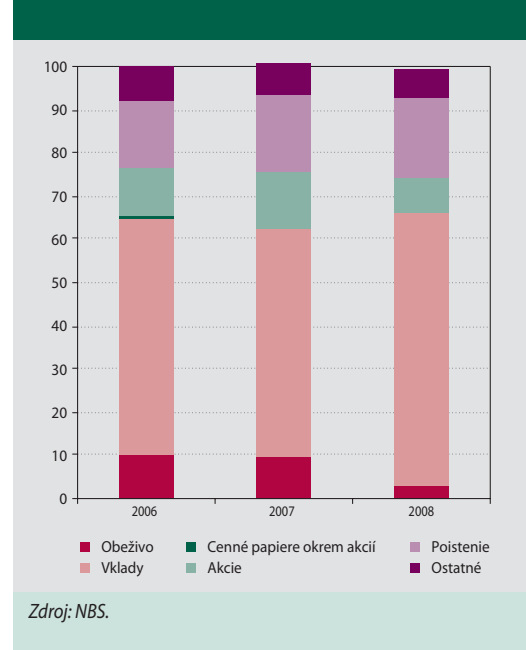
Dobrá finančná pozícia domácností podporovala ich ochotu zadlžovať sa. Tempo rastu úverov sa v roku 2008 spomaľovalo, klesal aj dopyt domácností po úveroch v súvislosti s poklesom cien nehnuteľností, ktorý podnecoval úvahy o výhodnosti odložiť kúpu (tým aj čerpanie úveru)

Graf 35 Miera hrubých úspor a investícií domácností (% hrubého disponibilného príjmu)

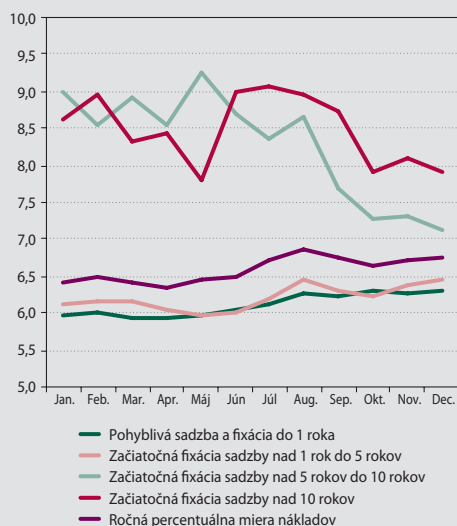


Zdroj: ŠÚ SR.  
1) Bez dôchodkových úspor.

Graf 36 Štruktúra finančných aktív domácností (%)

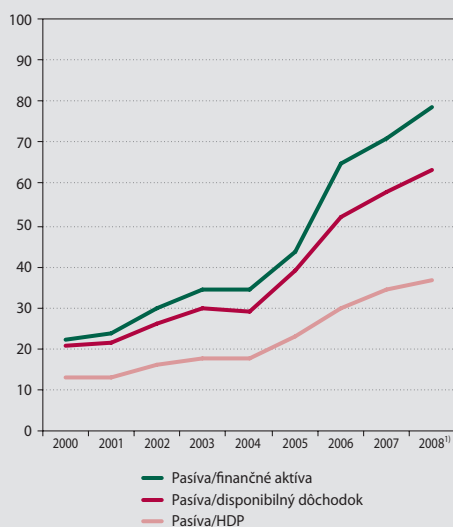


Zdroj: NBS.

**Graf 37 Úrokové sadzby z nových úverov (%)**


Zdroj: NBS.

na neskôr, až ceny ďalej poklesnú. Domácnosti čerpali najmä úvery na bývanie, v nižšej miere ostatné úvery a spotrebiteľské úvery. Zmenil sa aj prístup bánk, ktoré požadovali prísnejšie požiadavky na zabezpečenie úverov a vyššie úrokové sadzby v prípade úverov s kratšou fixáciou sadzby.

**Graf 38 Ukazovatele zadlženia domácností (%)**

 Zdroj: Eurostat, ŠÚ SR.  
1) Odhad NBS.

Schopnosť domácností priebežne splácať ich dlhy (pasíva) voči disponibilným príjmom bola na agregátnej úrovni dostatočná, pomer úverových splátok k disponibilnému príjmu vzrástol na 33 % v roku 2007. Pokračoval dlhodobý trend zhoršovania pomeru pasív voči finančným aktívam, ktorý indikuje schopnosť domácností splatiť dlh jednorazovo. Aj keď je úroveň finančných aktív výrazne vyššia ako sú dlhy domácností, ich pomer sa dlhodobo zhoršuje.

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

Strednodobé riziká súvisia najmä:

- s dopadom oslabovania ekonomickej aktivity na finančnú pozíciu nefinančných podnikov
- s rastom napätia v rozpočtoch zadlžených domácností

Vzhľadom na výraznú orientáciu bankového sektora na financovanie domácej ekonomiky sa pokračovaním úverovania sektorov nefinančných korporácií a domácností zvyšuje vystavenie bánk voči kreditnému riziku týchto úverov.

Riziká sektora nefinančných podnikov pre finančnú stabilitu majú tendenciu narastať, vzhľadom na zužovanie priestoru na tvorbu zisku a rezerv v bilancii, čo determinuje ich absorpčnú schopnosť voči finančným šokom. Problematické by bolo aj pokračovanie rýchlejšieho rastu miezd a jednotkových mzdových nákladov, keďže obmedzuje konkurencieschopnosť obchodovateľného sektora na zahraničných trhoch.

Ďalším potenciálnym rizikom je sprísnenie podmienok financovania, ktoré zvyšuje nároky na schopnosť podnikov uhrádzať svoje záväzky z úverových vzťahov. Opodstatnenosť tohto rizika indikujú aj stresové testy (časť 4.1.5).

Zadlženosť domácností síce rástla, ale nedosiahla úrovne, ktoré by predstavovali významné riziko pre stabilitu finančného sektora. Vzhľadom na spomaľovanie ekonomického rastu, riziká výpadku príjmov domácností majú tendenciu narastať. Určité kreditné riziko predstavujú najmä





zadlžené domácnosti s nižšími príjmami, ktoré ako prvé môžu mať problémy so splácaním dlhov v prípade zníženia disponibilného dôchodku a domácnosti s relatívne vyššími príjmami, ale aj vyššími splátkami úverov.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

KAPITOLA 4

# VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

4



## 4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

Vývoj vo finančnom sektore Slovenskej republiky bol v roku 2008 poznačený globálnou finančnou krízou, ktorá vypukla v polovici roka 2007 na americkom trhu s hypotekárnymi úvermi. Dopad finančnej krízy na domáci finančný sektor bol v porovnaní s inými rozvinutými krajinami mierny. V prípade bankového sektora boli dôvodom len miernejšieho dopadu pomerne silná previazanosť obchodných aktivít bánk na domácu ekonomiku a len zanedbateľný podiel aktivít voči zahraničiu. Finančná kríza sa však výraznejšie prejavila v sektore kolektívneho investovania a dôchodkového sporenia. Klienti pocítili zníženie výnosnosti (v mnohých prípadoch až na úroveň negatívnej nominálnej medziročnej výkonnosti). Finančné spoločnosti v niektorých segmentoch zaznamenali pokles objemu aktív a pokles ziskovosti. Pre domácu finančnú stabilitu je väčšou hrozbou globálna hospodárska kríza, ktorá Slovensko výrazne zasiahla až v poslednom štvrtroku 2008. Možnosti pre rast ziskovosti tak budú v roku 2009 pre banky a iné finančné spoločnosti výrazne obmedzené. Taktiež sa dá

očakávať, že v druhej polovici roka 2009 stúpne objem úverov, ktoré najmä podniky nebudú schopné splácať.

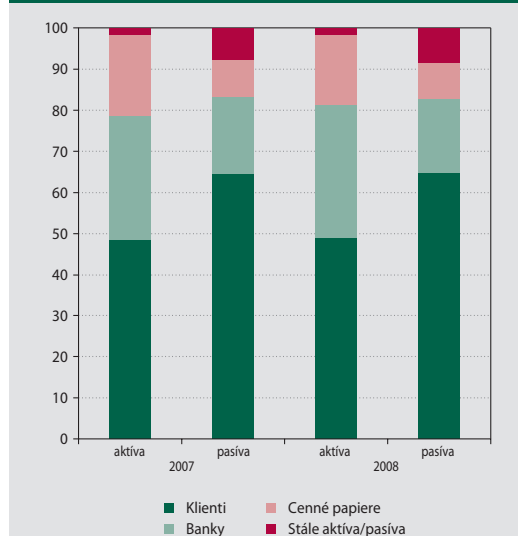
### 4.1 BANKOVÝ SEKTOR

#### 4.1.1 DÔLEŽITÉ VÝVOJOVÉ TRENDY V BILANCI BANKOVÉHO SEKTORA

*Bilancia bankového sektora si aj v roku 2008 zachovala zdravú štruktúru – pomer objemu úverov k objemu vkladov sa vyvíjal priaznivo pre udržanie finančnej stability bankového sektora*

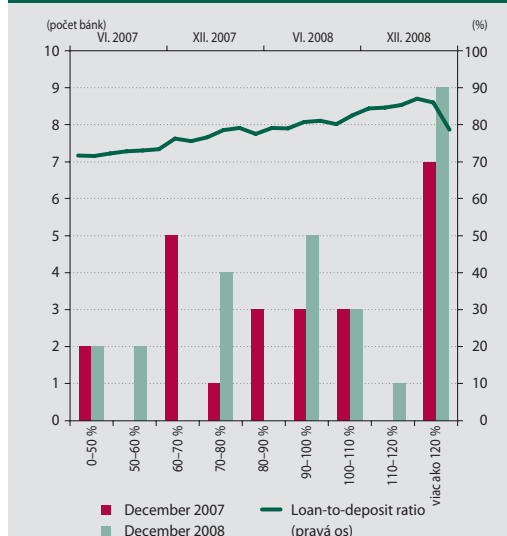
Pri pohľade na zmeny v štruktúre aktív a pasív za rok 2008 vidíme len minimálne pohyby (graf 39). Z pohľadu stability sektora a najmä v súvislosti s prebiehajúcimi turbulenciami na finančných trhoch je dôležité, že klesol pomer objemu úverov k objemu vkladov (*LDR – loan-to-deposit ratio*). Ide o priaznivý stav z hľadiska finančnej stability,

Graf 39 Hlavné položky aktív a pasív (%)



Zdroj: NBS.

Graf 40 Loan-to-deposit ratio: vývoj a distribúcia

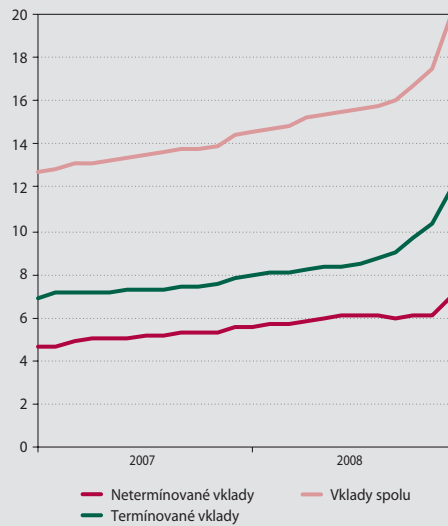


Zdroj: NBS.

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



Graf 41 Vklady domácností (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 42 Vklady podnikov (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

keďže banky pri financovaní klientov neboli závislé od volatilnejších finančných trhov, ale mali dostatok stabilných zdrojov od klientov. Ku koncu roka 2008 klesla hodnota ukazovateľa na 79 % za celý bankový sektor. Tento pokles bol spôsobený najmä zvýšeným objemom klientskych vkladov. Stav ukazovateľa odzrkadľuje hlavne vývoj v novembri a decembri 2008, keď až do októbra jeho hodnota rástla (graf 40).

**Bankový sektor nebol finančnou krízou výrazne ovplyvnený na strane zdrojov – vklady klientov rástli vďaka silnému nárastu zdrojov od domácností**

Hlavnú časť zdrojov získavali banky od svojich klientov. Vklady klientov v priebehu roka rástli, keď stúpali najmä zdroje od domácností. Z tohto pohľadu bol rok 2008 špecifický najmä prípravou na prijatie eura, čo prispelo k nárastu vkladov hlavne v poslednom štvrtroku.<sup>48</sup> K nárastu vkladov prispeli aj pokračujúce redemácie podielových fondov.<sup>49</sup> Nárast vkladov domácností bol zaznamenaný pri všetkých hlavných položkách (graf 41). Najväčší nárast však nastal pri termínovaných vkladoch, ktoré narástli k decembru 2008 v medziročnom porovnaní o 52 %. Naopak, termínované vklady podnikov medziročne poklesli o 15,4 %, čo mohlo súvisieť so zhoršujúcou sa finančnou a likvidnou pozíciou podnikov

v dôsledku negatívnych trendov v podnikovom sektore (graf 42).

**Nárast ceny zdrojov, ako aj nízka dostupnosť dlhodobých zdrojov v dôsledku negatívneho vývoja na finančných trhoch, obmedzovali možnosti na financovanie prostredníctvom HZL**

Najväčší podiel na emitovaných dlhopisoch (83 %) majú hypotekárne záložné listy, ktoré sú povinné emitovať banky poskytujúce hypotekárne úvery. Emisia hypotekárnych záložných listov bola najmarkantnejšia v strede roka, keď počas mesiacov apríl až august banky emitovali HZL v celkovej nominálnej hodnote 843 mil. €. Táto vysoká hodnota súvisí s vývojom na trhu s hypotekárnymi úvermi, keď práve počas tohto obdobia dosahovali objemy novo poskytnutých hypotekárnych úverov svoje maximá. Od septembra sa však situácia zmenila a banky počas posledných štyroch mesiacov emitovali nové HZL už len v objeme 232 mil. € (graf 43). Banky sa pri nových emisiách museli prispôbiť trhovým podmienkam. Okrem nižšieho objemu sa to prejavilo najmä na skrátení splatnosti cenných papierov (graf 44). Keďže prevažná časť emitovaných dlhopisov maturuje do roku 2013, možno predpokladať, že v prípade pretrvávajúcich problémov na finančných trhoch budú banky vystavené náročným podmienkam pri umiestňovaní nových emisií na

48 Klienti bánk vkladali svoje voľné prostriedky na bankové účty, aby sa im tieto prostriedky automaticky prepočítali na eurá po prechode na spoločnú menu.

49 Kvôli nízkym výnosom v podielových fondoch klienti vybrali finančné prostriedky, pričom časť týchto prostriedkov následne uložili na účtoch v bankách.

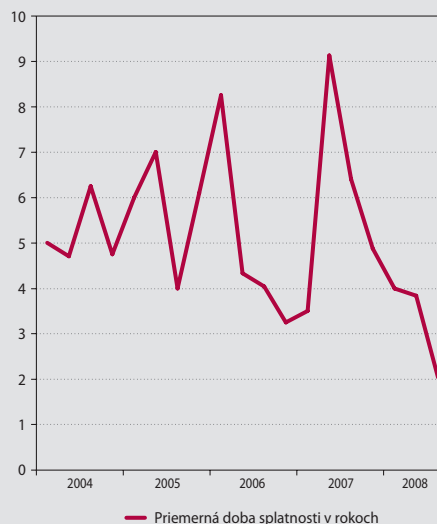
primárnych trhoch. Na druhej strane, vzhľadom na očakávaný pokles objemu nových hypotekárnych úverov, potreba emisií nových HZL pravdepodobne poklesne.

**Na poklese tempa rastu úverov domácnostiam sa viac prejavil pokles dopytu domácností ako sprísňovanie štandardov zo strany bánk**

Celkový objem úverov, ktoré banky poskytli retailovému sektoru, sa v priebehu roka 2008 zvýšil o štvrtinu. Kým v prvom polroku čisté prírastky úverov mali rastúci trend, v druhom polroku tempo rastu pokleslo (graf 45). Nové úvery začali klesať už na konci prvého štvrťroka 2008. V novembri 2008 objem nových spotrebiteľských úverov a úverov na bývanie bol dokonca nižší ako v rovnakom období roku 2007 (graf 46).

Na vývoj úverovania domácností v roku 2008 malo vplyv hneď niekoľko faktorov. Ako prvá sa začala prejavovať situácia na trhu s nehnuteľnosťami. Nárast cien nehnuteľností, najmä v roku 2007 a prvom štvrťroku 2008, výrazne prevýšil rast príjmov obyvateľstva. To následne viedlo k poklesu dopytu na trhu nehnuteľností a poklesu cien, ktorý sa prvýkrát objavil v druhom štvrťroku 2008. V treťom štvrťroku sa v domácej ekonomike začali výraznejšie prejavovať dopady finančnej krízy. Negatívne výsledky podnikové-

**Graf 44 Doba splatnosti emitovaných dlhopisov (štvrtročné údaje)**



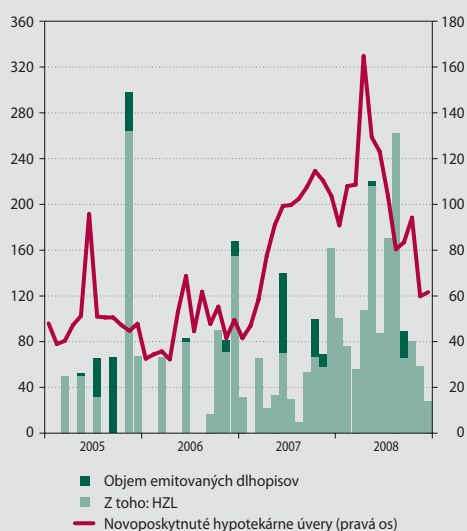
Zdroj: NBS.

ho sektora sa pomerne rýchlo preniesli do zamestnanosti (medziročný pokles zamestnanosti v priemysle v novembri a decembri 2008) a príjmov obyvateľstva. V novembri a decembri 2008 výrazne poklesla dôvera spotrebiteľov. Vývoj v poslednom štvrťroku ešte viac prispel k poklesu cien na trhu rezidenčných nehnuteľností. Negatívne trendy v ekonomike a na trhu nehnuteľností znížili dopyt po všetkých typoch úverov.

Neistota ohľadom budúceho ekonomického vývoja a finančnej pozície domácností a pokračujúci pokles cien na trhu nehnuteľností sa prejavili na sprísňovaní štandardov pri poskytovaní úverov. Prejavilo sa to na prísnejšom posudzovaní žiadostí o úvery, vyšších rizikových prírážkach a prísnejších požiadavkách na zabezpečenie úverov. Viaceré banky v druhom polroku znížili LTV (pomer objemu úveru k hodnote zabezpečenia) na nové úvery.

Sprísňovanie štandardov všeobecne nemalo na objem poskytnutých úverov taký vplyv ako mal pokles dopytu. Neochota domácností zadlžovať sa podstatne viac prispela k poklesu tempa rastu úverov. Aj keď prístup bánk je v mnohých prípadoch opatrný, pre banky je financovanie domácností, najmä prostredníctvom úverov na bývanie, významným zdrojom ziskovosti. Z pohľadu bánk by výrazné sprísňovanie štandardov

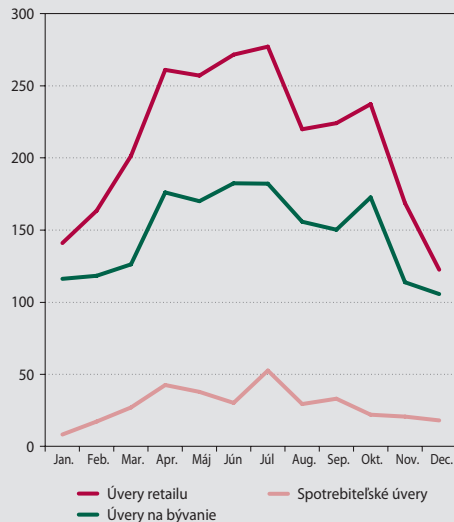
**Graf 43 Celkové nominálne hodnoty emitovaných dlhopisov za jednotlivé mesiace a vývoj hypotekárnych úverov (mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

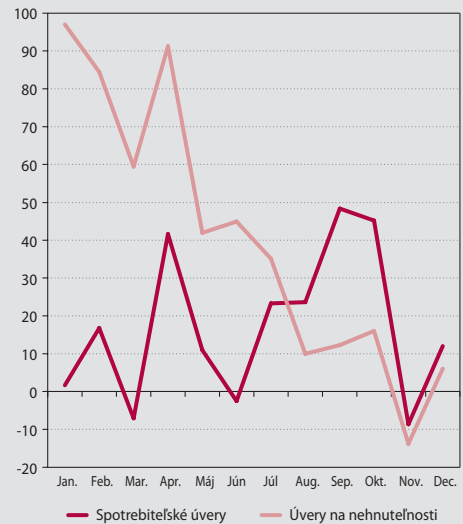


**Graf 45 Medziročné zmeny objemu úverov retailu v roku 2008 (mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

**Graf 46 Medziročné zmeny objemov novoposkytnutých retailových úverov v roku 2008 (%)**



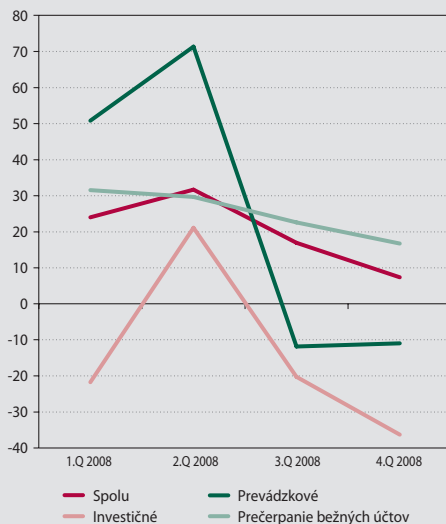
Zdroj: NBS.

na úvery na nehnuteľnosti mohlo ešte viac oslabiť trh s nehnuteľnosťami, a tým ešte viac znížiť dopyt po úveroch.

*V roku 2008 celkové úvery podnikom zaznamenali nižší rast v porovnaní s predošlými obdobiami*

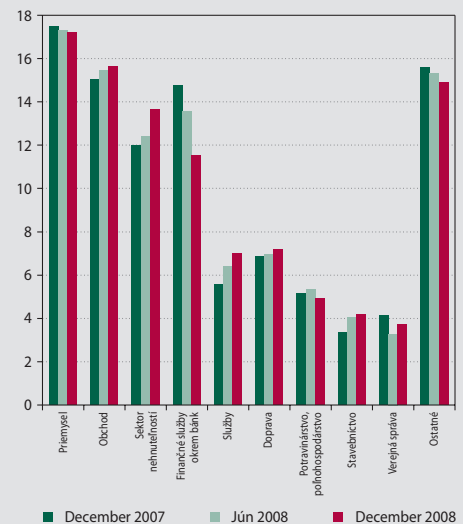
Financovanie podnikového sektora bankami stúpilo k decembru 2008 medziročne o takmer 14 %. Rástli všetky hlavné agregáty podnikových úverov – investičné úvery, prevádzkové úvery a prečerpania na bežných účtoch. V porovnaní s predošlými rokmi sa však spomalilo tempo

**Graf 47 Medziročné zmeny stavu úverov podnikom v roku 2008 (štvrtročné údaje, %)**



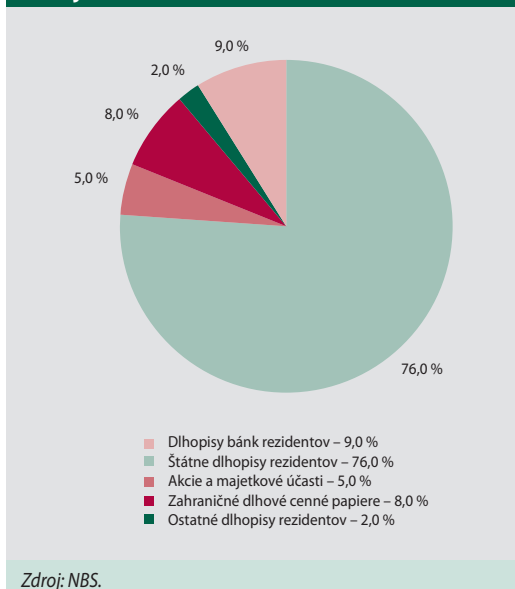
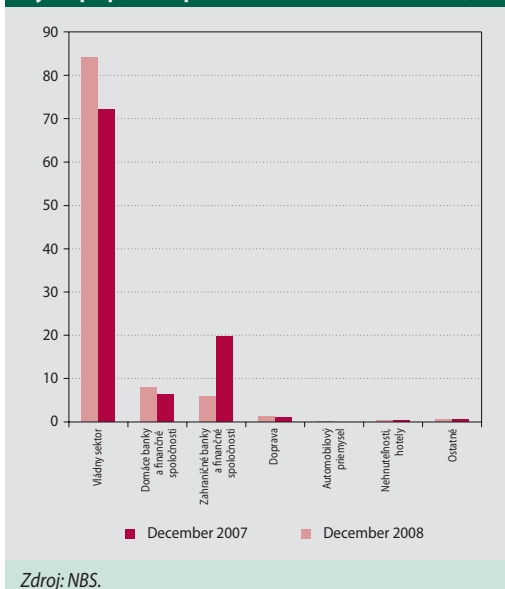
Zdroj: NBS.

**Graf 48 Štruktúra portfólia úverov nefinančným spoločnostiam podľa sektorov (percentuálne podiely)**



Zdroj: NBS.



**Graf 49 Štruktúra cenných papierov v majetku bánk**

**Graf 50 Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov podľa sektorov emitenta (%)**


rastu úverov. Kým v prvom polroku malo tempo rastu stúpajúci trend, v treťom a štvrtom štvrtroku tempo medziročného rastu bolo nižšie alebo negatívne (graf 47). Medziročný pokles v treťom a štvrtom štvrtroku zaznamenali banky pri investičných a prevádzkových úveroch. Z hľadiska sektorovej štruktúry úverov v druhom polroku poklesol podiel úverov poskytnutých finančným spoločnostiam okrem bánk (prevažne ide o spoločnosti splátkového predaja, leasingové a faktoringové spoločnosti) a v priemyselnom sektore. Najvyšší nárast podielu zaznamenal sektor nehnuteľností (graf 48).

Pod vplyvom nepriaznivého výhľadu pre hospodársky vývoj sa banky pri poskytovaní úverov začali v druhom polroku 2008 správať podstatne opatrnejšie. Vo väčšej miere začali rozlišovať možnú rizikovosť sektorov a podstatnou sa pre ne stala prehľadnosť a návratnosť peňažných tokov. Obozretnosť bánk sa prejavila na viacerých parametroch podnikových úverov.<sup>50</sup> Prísnejšie podmienky požadovali banky pri rôznych zmluvných podmienkach úverov. V sektore nehnuteľností sa to prejavilo najmä v požiadavkách na výšku kapitálového podielu investora, zmluvnú obsadenosť priestorov a pod. K celkovému poklesu tempa rastu úverov výrazne prispel aj pokles dopytu po nových úveroch zo strany podnikov.

**Investície do zahraničných dlhových cenných papierov, a najmä do rizikovejších skupín, boli relatívne nízke a v priebehu roka 2008 zaznamenali ďalší pokles**

Slovenské banky potvrdili svoju orientáciu na domácu ekonomiku aj štruktúrou portfólií cenných papierov (graf 49). Podiel rizikovejších, a v mnohých prípadoch ťažko oceníteľných, cenných papierov bol pomerne nízky. Zahraničné dlhové cenné papiere tvorili na konci roka 2008 približne 8 % z celkového objemu cenných papierov. Veľká časť portfólia bola investovaná v domácich štátnych dlhopisoch alebo hypotekárnych záložných listoch domácich bánk (graf 50).

#### 4.1.2 DÔLEŽITÉ VÝVOJOVÉ TRENDY NA MEDZIBANKOVOM TRHU

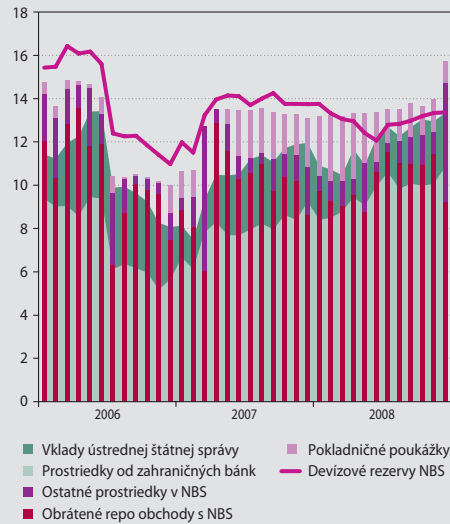
**Medzibankové aktíva aj pasíva v roku 2008 rástli**

Medzibankové aktíva narástli v ročnom porovnaní celkovo o 23,4 %, k 31.12.2008 dosiahli hodnotu 20,4 mld. € a tvorili 32,4 % bilančnej sumy. Najväčší nárast nastal v poslednom mesiaci, keď sa aktíva zvýšili o vyše 2,9 mld. € (17,1 %). Vývoj medzibankových pasív bol porovnateľný s rokom 2007. V medziročnom porovnaní narástli celkové zdroje od bánk o 11 % a dosiahli tak hodnotu

50 Rástli rizikové prírážky na nové úvery, poklesla doba splatnosti podnikových úverov, sprísňovali sa požiadavky na zabezpečenie nových, ale aj dozabezpečenie skôr poskytnutých úverov.



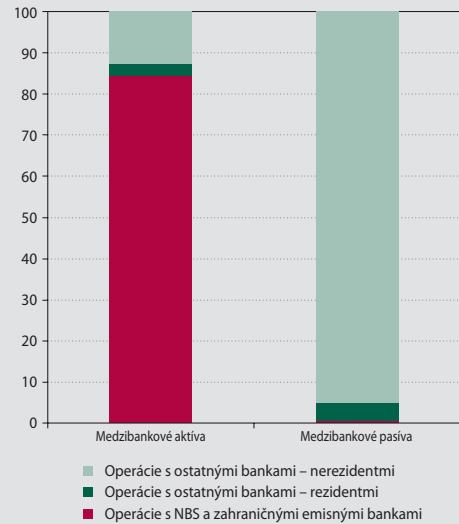
**Graf 51 Vývoj vybraných položiek medzi-bankových aktív a pasív a prostriedkov ústrednej štátnej správy (mld. EUR)**



Zdroj: NBS.

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

**Graf 52 Zložky medzibankových aktív a pasív k 31. 12. 2008 (%)**



Zdroj: NBS.

11,4 mld. €. Tento objem tvoril 18,2 % bilančnej sumy.<sup>51</sup> Na rozdiel od niektorých iných krajín v regióne východnej Európy, kde zahraničné krátkodobé zdroje vo forme bankových úverov zaznamenali pod vplyvom všeobecnej neistoty na finančných trhoch odlev, prílev zdrojov od nerezidentských bánk na Slovensku pokračoval aj v roku 2008 (graf 51). Práve zdroje od zahraničných bánk mali aj v roku 2008 najväčší podiel na medzibankových pasívach (95 % ku koncu roka 2008). Keďže úverová činnosť domácich bánk vo všeobecnosti nie je závislá od týchto zdrojov, veľká väčšina týchto zdrojov bola aj v roku 2008 umiestnená v NBS (graf 52).

#### 4.1.3 Ziskovosť

**Vývoj ziskovosti v bankovom sektore v roku 2008 bol zmiešaný; skreslil ju výrazne negatívny hospodársky výsledok jednej banky**

Medziročne sa celkový zisk bankového sektora znížil o takmer 10%.<sup>52</sup> Ziskovosť výraznejšie stúpila najmä vo väčších bankách. Zmiešané výsledky dosiahli stredne veľké banky, keď medziročne stúpil zisk len v dvoch z nich. Negatívny vývoj ziskovosti zaznamenali 3 banky, 2 z nich na konci roka 2008 dosiahli stratu. Medziročný pokles

ziskovosti zaznamenali tiež stavebné sporiteľne. Väčšina pobočiek zahraničných bánk zvýšila medziročne dosiahnutý zisk.

**Podiel čistého zisku na vlastných zdrojoch bol nižší než pred rokom; stúpol počet bánk s medziročným poklesom ziskovosti**

Priemerná hodnota ukazovateľa ROE váženého priemerným objemom vlastných zdrojov dosiahla len 13,3 %, čo je medziročný pokles o vyše 4 percentuálnych bodov. ROE medziročne stúplo len v piatich bankách, aj to v minimálnej miere. Vplývalo na to aj zvyšovanie vlastných zdrojov vo viacerých bankách.

**Na rozdiel od mierne klesajúceho tempa rastu úrokových príjmov sa medziročný rast neúrokových príjmov citelne zvýšil**

Dominantným zdrojom príjmov boli aj v roku 2008 úrokové príjmy. Najvýznamnejším zdrojom úrokových príjmov bol naďalej sektor obyvateľstva (rast 21 %), tesne nasledovaný nefinančnými spoločnosťami (rast 17 %). V poslednom štvrtroku 2008 pokleslo tempo rastu úrokových príjmov v bankách. Dôvodom bol pokles objemu úverov podnikom, znižovanie úrokových sadzieb

51 Medzibankové aktíva, ako aj pasíva, tvorili aj počas roka 2008 najväčší podiel na bilančnej sume v niektorých pobočkách zahraničných bánk. Z hľadiska protistrany majú najväčšie zastúpenie na vkladoch nerezidentov banky z Rakúska, Belgicka, Holandska a Česka.

52 Tento výsledok bol skreslený výraznou stratou jednej banky. V prípade, že by sme túto banku nebrali do úvahy, celkovo by čistý zisk sektora medziročne stúpol o 6 %.

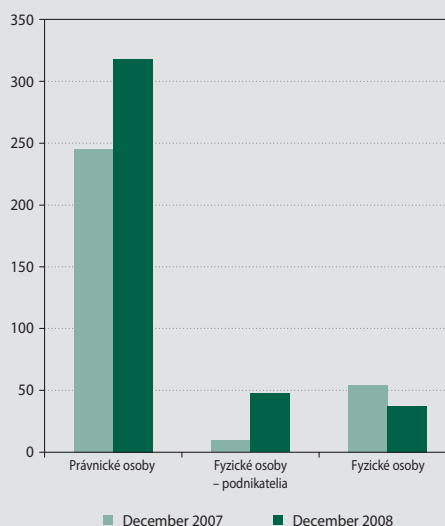
na klientske úvery, ako aj rast úrokových nákladov v sektore domácností. Čisté úrokové rozpätie vzrástlo medziročne o 0,3 percentuálneho bodu na 2,5 %. Mierne vzrástlo úrokové rozpätie retailu, kým pri podnikoch, naopak, došlo k výraznému poklesu (graf 53).<sup>53</sup>

V rámci neúrokových príjmov mali pozitívny vývoj najmä príjmy z obchodovania, ktoré medziročne stúpili o vyše 19 %. Príjmy z poplatkov a provízií stúpili medziročne o vyše 11 %.

**Najvýraznejší vplyv na zníženie tempa rastu celkového zisku, v niektorých prípadoch dokonca prepadu do straty, mala tvorba opravných položiek**

Čistá tvorba opravných položiek medziročne vzrástla o viac než 340% a dosiahla hodnotu takmer 311 mil. €. Hoci táto suma bola ovplyvnená extrémnymi hodnotami v jednej banke (takmer 35% všetkých opravných položiek bánk v tomto období), medziročný rast tvorby opravných položiek vo zvyšku sektora dosahoval stále výrazne vyššie hodnoty ako v roku 2007. Podiel najväčších bánk na tvorbe opravných položiek poklesol na menej ako polovicu podielu sekto-

**Graf 54 Zlyhané pohľadávky podľa druhu klientov (mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

ra. Najmenší objem opravných položiek vytvorili stavebné sporiteľne.

Ukazovateľ schopnosti bánk vyrovnávať straty spôsobené kreditným rizikom odzrkadlené v tvorbe opravných položiek je pomer objemu opravných položiek k hrubým príjmom. Tento indikátor medziročne stúpol v sektore kvôli vysokej tvorbe opravných položiek až na 13 %. Vo veľkých bankách bol tento pomer relatívne nízky.

**Výrazný rast objemu tvorby opravných položiek bol reakciou na nárast zlyhávania úverov**

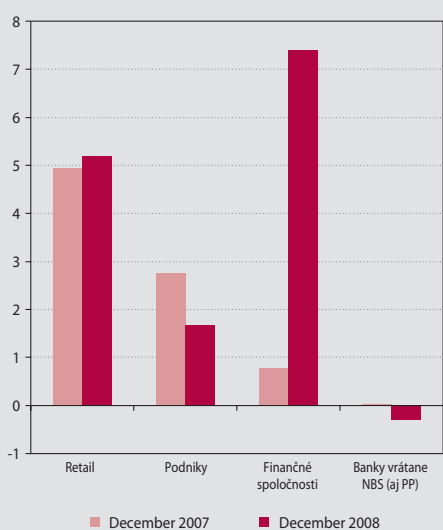
Celkový nárast objemu zlyhaných pohľadávok v sektore dosiahol 29 %. Medzi zlyhanými úvermi naďalej prevládali pohľadávky voči právnickým osobám (78% objemu všetkých zlyhaných pohľadávok) a pohľadávky voči fyzickým osobám – podnikateľom (podiel 11%). Klesol objem zlyhaných pohľadávok voči fyzickým osobám (podiel 9%) (graf 54).

**Prevádzková efektívnosť v bankovom sektore v roku 2008 narástla**

Podiel prevádzkových nákladov na hrubých príjmoch, teda ukazovateľ *cost-to-income ratio*,

<sup>53</sup> Úrokové rozpätie pre finančné spoločnosti je silne skreslené vývojom v jednej banke.

**Graf 53 Úrokové rozpätie v bankovom sektore (%)**

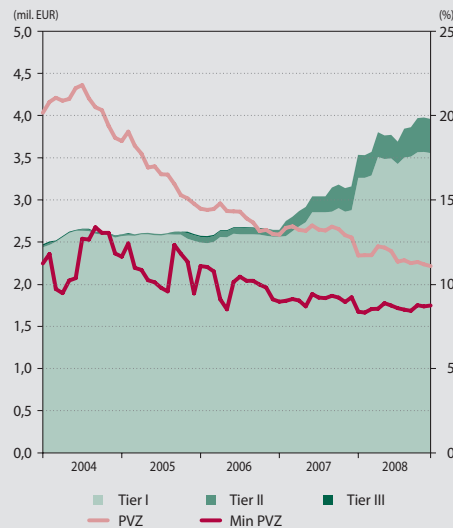


Zdroj: NBS.

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

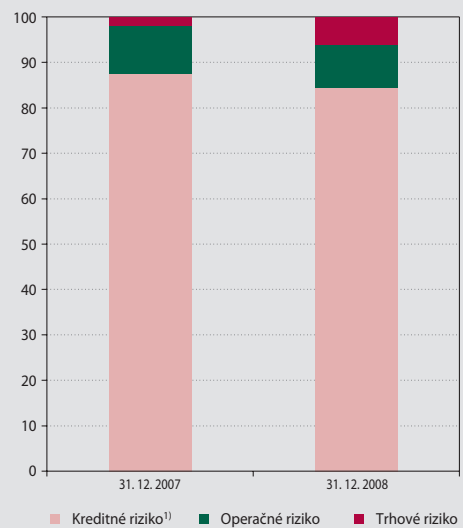


**Graf 55 Vývoj jednotlivých položiek vlastných zdrojov v bankovom sektore**



Zdroj: NBS.

**Graf 56 Podiel jednotlivých rizík na požiadavkách na vlastné zdroje (%)**



Zdroj: NBS.

1) Kreditné riziko zahŕňa aj riziko poklesu hodnoty pohľadávok (do kreditného rizika nie je zahrnuté riziko vysporiadania obchodu, riziko obchodného partnera ani riziko majetkovej angažovanosti obchodnej knihy). Do stavu k 31. 12. 2007 nebola zahrnutá ČSOB, a. s.

54 Do údajov za december 2007 nebola zahrnutá ČSOB, a.s., ktorá v tom čase mala formu pobočky zahraničnej banky. Bez zahrnutia tejto banky do údajov k 31.12.2008 došlo v bankovom sektore k medziročnému navýšeniu vlastných zdrojov o 0,315 mld. €.

55 V prípade banky ČSOB, a.s. sa sledoval stav od 31.1.2008, keď sa transformovala z pobočky zahraničnej banky na dcérsku spoločnosť.

56 Banky sú podľa § 30 ods. (5) zákona č. 483/2001 Z. z. o bankách v znení neskorších predpisov povinné nepretržite udržiavať vlastné zdroje minimálne vo výške súčtu požiadaviek na vlastné zdroje kryjúcich kreditné riziko a riziko poklesu hodnoty postúpenejších pohľadávok vyplývajúcych z činností banky zaznamenaných v bankovej knihe, riziká vyplývajúce z pozícií zaznamenaných v obchodnej knihe, devízové riziko a komoditné riziko vyplývajúce z činností banky zaznamenaných v bankovej knihe aj v obchodnej knihe a operačné riziko vyplývajúce zo všetkých obchodných činností banky.

sa medziročne znížil z 59 % na 55 %, čo signalizuje zvýšenie prevádzkovej efektivity v sektore. Výrazne sa ho darilo znižovať väčším bankám a menším pobočkám zahraničných bánk. Naopak, vysokým nákladom v pomere k príjmom čelili niektoré stredné banky.

#### 4.1.4 POŽIADAVKA NA VLASTNÉ ZDROJE

**Aj v roku 2008, napriek kríze, väčšina bánk navyšovala svoje vlastné zdroje**

Vlastné zdroje bankového sektora ku koncu roka 2008 predstavovali 3,8 mld. €, pričom oproti porovnateľnému obdobiu roka 2007 došlo k ich navýšeniu o 0,66 mld. €. <sup>54</sup> Vlastné zdroje rástli v 14 bankách slovenského bankového sektora. <sup>55</sup> Vo väčšine prípadov rast vlastných zdrojov bol spôsobený zvýšením nerozdeleného zisku z minulých rokov, prípadne rezervných fondov a ostatných fondov tvorených zo zisku, resp. poklesom neuhradenej straty. Vybrané banky zvýšili vlastné zdroje nárastom Tier II zložky kapitálu vo forme

podriadeného dlhu. Išlo najmä o banky, ktoré sa svojimi požiadavkami na vlastné zdroje najviac priblížili hodnote vykázaných vlastných zdrojov (graf 55).

**V roku 2008 všetky banky plnili pomer požiadavky na vlastné zdroje k hodnote vlastných zdrojov**

V priebehu celého roka 2008 všetky banky plnili pomer požiadavky na vlastné zdroje k hodnote vykázaných vlastných zdrojov. <sup>56</sup> Medziročne stúpil počet bánk s týmto pomerom nad 80 %.

**Kreditné riziko ostalo dominantným z pohľadu požiadavky na vlastné zdroje pre banky**

V medziročnom porovnaní ku koncu roka 2008 rástla celková požiadavka na vlastné zdroje o 27 % (o 588,1 mil. € na hodnotu 2,77 mld. €), ako aj za všetky riziká jednotlivo. Dominantným rizikom bolo naďalej riziko kreditné, ktoré ku koncu roka 2008 predstavovalo 83%-ný podiel na požiadavke na vlastné zdroje (graf 56).

#### 4.1.5 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE

##### KREDITNÉ RIZIKO<sup>57</sup>

###### Kreditné riziko domácností

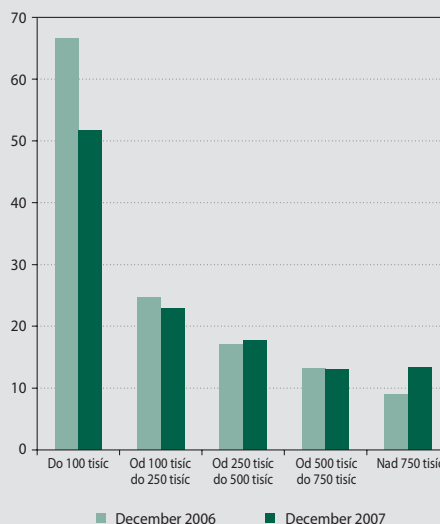
*Zadlženosť domácností na Slovensku výrazne rástla, no jej relatívna miera nie je vysoká*

Závazky domácností, hlavne vo forme úverov, rástli najmä od roku 2005. Výrazný nárast zaznamenali najmä dlhodobé úvery poskytované na nehnuteľnosti. Rast zadlženosti domácností bol determinovaný pozitívnym ekonomickým vývojom a rastom cien nehnuteľností. Aj keď z pohľadu absolútnych objemov úvery v roku 2008 výrazne stúpili, ich podiel na celkových úveroch bánk a HDP bol stále relatívne nízky (graf 57), najmä vzhľadom na výšku podobných ukazovateľov v iných krajinách.

*Najväčšie zaťaženie príjmov splátkami úverov je u domácností s nižším príjmom; ich podiel na poskytnutých úveroch je relatívne malý*

Z pohľadu rizikovosti úverov domácnostiam je podstatná zaťaženosť príjmov splátkami dlhu. Veľký pomer splátok k disponibilným príjmom dáva málo priestoru klientovi i banke na zvládnutie stresových situácií. Posledné údaje za rok 2007 hovoria o priemernom pomere úverových

**Graf 58 Rozloženie pomeru úverových splátok k disponibilnému príjmu podľa skupín disponibilných príjmov domácností (%)**



Zdroj: ŠÚ SR, EU SILC 2006, EU SILC 2007, NBS.

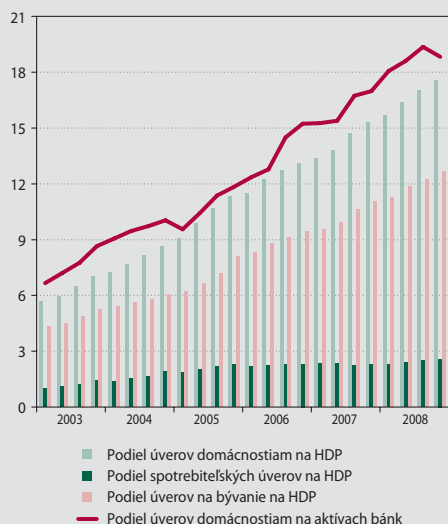
Poznámka: Na osi x sú znázornené príjmové skupiny domácností (v Sk), ktoré majú úver.

splátok k disponibilným príjmom na úrovni 33 %, pričom medziročne tento ukazovateľ stúpol o 3 percentuálne body. Hodnota ukazovateľa sa značne odlišuje v závislosti od príjmu. Všeobecne platí, že čím vyšší príjem domácnosť má, tým nižšiu hodnotu ukazovateľa vykazuje (graf 58). Najväčšiu citlivosť na výpadok príjmov tak vykazujú najmä domácnosti s nižším príjmom. Na druhej strane, nižšie príjmové skupiny majú relatívne malý podiel na poskytnutých úveroch.

*Rizikové sú aj domácnosti, ktorým boli poskytnuté úvery na bývanie v rokoch 2007 a 2008*

Najväčšie zaťaženie vykazujú úvery poskytnuté v rokoch 2007 a 2008. Do veľkej miery je to spôsobené výrazným nárastom cien nehnuteľností v týchto rokoch. Najmä v roku 2007 a v prvej polovici roka 2008 vo všetkých krajských mestách ceny nehnuteľností rástli rýchlejšie ako príjmy (graf 59). K zmierneniu tohto trendu došlo až v druhej polovici roka 2008, keď bol zaznamenaný pokles cien nehnuteľností vo všetkých krajských mestách. O vyššej rizikovosti týchto domácností, resp. im poskytnutých úverov, svedčí aj vývoj ukazovateľa pomeru objemu úveru k hodnote zabezpečenia (*loan-to-value ratio; LTV*). Keď v rokoch 2006, 2007 a prvom štvrtroku

**Graf 57 Vývoj zadlženosti domácností (%)**

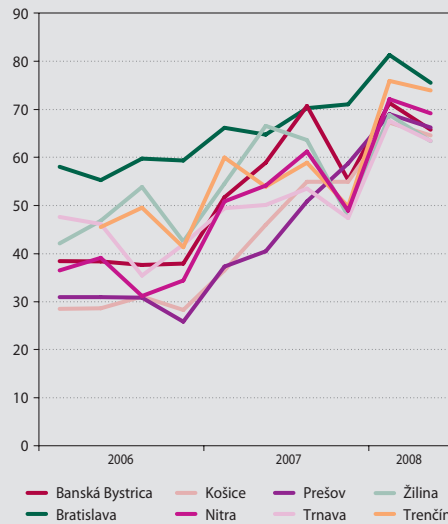


Zdroj: ŠÚ SR, NBS.

<sup>57</sup> Detailnejšie hodnotenie finančnej pozície domácností a podnikov z hľadiska kreditných rizík je v 3. kapitole.



**Graf 59 Vývoj zaťaženia príjmu domácností úverovými splátkami pri kúpe 3-izbového bytu (%)**



Zdroj: Cenová mapa nehnuteľností, Štatistický úrad SR, NBS.  
Poznámka: Zataženie je počítané pre kúpu priemerného 3-izbového bytu financovaného úverom z banky na 20 rokov s LTV 80 % a priemernou úrokovou sadzbou. Úroveň hodnôt v grafe je iba indikatívna, podstatné je sledovanie vývoja v čase.

2008 ceny nehnuteľností rástli vysokým tempom, banky poskytovali nové úvery pri vysokých hodnotách LTV. Prístup bánk sa čiastočne zmenil až v druhom polroku 2008, keď vzhľadom na zmeny na trhu nehnuteľností banky prísnejšie posudzovali tento ukazovateľ a priemerná hodnota LTV na nové úvery u viacerých bánk poklesla.

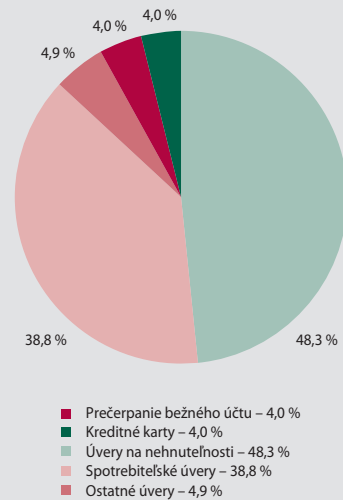
*Úvery domácnostiam vykazovali zvýšenú citlivosť na zmeny v úrokových sadzbách; rast úrokových sadzieb v strednodobom horizonte tak zvyšuje kreditné riziko domácností*

Väčšina z úverov na bývanie mala aj v roku 2008 fixáciu úrokovej sadzby do jedného roka, čo vystavovalo domácnosti väčšiemu riziku vzhľadom na volatilný vývoj na medzibankových trhoch. Prípadný inflačný vývoj, riziko ktorého existuje v strednodobom horizonte, vystavuje domácnosti pomerne vysokému riziku nárastu splátok, prípadne nesplácania úverov.

*Kvalita portfólia úverov domácnostiam, meraná podielom zlyhaných úverov z celkových úverov, sa v roku 2008 výrazne nemenila, ale miery zlyhania v roku 2009 budú zrejme stúpať*

Objem zlyhaných úverov domácností síce stúpol medziročne o 35 %, ale podobný rast bol zaznamenaný aj v predošlých rokoch. K výraznému

**Graf 60 Štruktúra zlyhaných úverov domácnostiam**



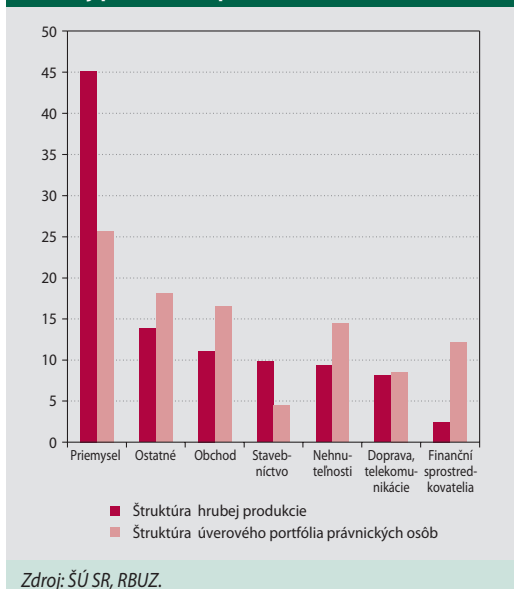
Zdroj: NBS.

**Tabuľka 6 Podiel zlyhaných úverov za sektor domácností (%)**

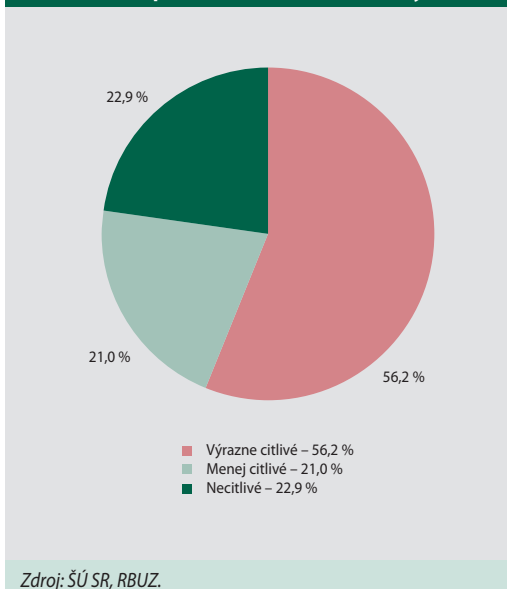
	December 2007	December 2008
Úvery domácnostiam spolu	3,1	3,3
Úvery na nehnuteľnosti	2,2	2,3
Hypotekárne úvery	1,4	1,4
Iné úvery na nehnuteľnosti	2,6	2,5
Stavebné úvery	1,5	1,3
Medziúvery	3,8	4,5
Spotrebitelské úvery	8,3	8,7

Zdroj: NBS.



**Graf 61 Porovnanie štruktúry portfólia úverov nefinančným spoločnostiam a štruktúry hrubej produkcie podľa sektorov (%)**


Zdroj: ŠÚ SR, RBUZ.

**Graf 62 Štruktúra portfólia úverov nefinančným spoločnostiam z pohľadu ich citlivosti na pokles ekonomického cyklu**


Zdroj: ŠÚ SR, RBUZ.

zhoršeniu nedošlo ani v poslednom štvrtroku. Podiel zlyhaných úverov sa medziročne zvyšovali len mierne (tabuľka 6, graf 60). Do veľkej miery to bolo ovplyvnené stále silným rastom objemu úverov. Miery zlyhania v roku 2009 však s vysokou pravdepodobnosťou budú stúpať. Je to dané očakávaným poklesom tempa rastu úverov, a so zhoršujúcou sa ekonomickou situáciou aj vyšším objemom zlyhaných úverov.

### Kreditné riziko nefinančných spoločností

#### Portfólio podnikových úverov bankového sektora je citlivé na ekonomický pokles

Významná časť úverov, poskytnutých v rámci domácej ekonomiky, je poskytnutá nefinančným spoločnostiam. Štruktúra týchto úverov je do veľkej miery podobná štruktúre domácej ekonomiky (graf 61).<sup>58</sup> Rovnako ako domáca ekonomika, tak aj portfóliá podnikových úverov bánk vykazujú pomerne vysoký podiel sektorov, ktoré sú citlivé na ekonomický pokles. Sektory výraznejšie citlivé na pokles ekonomiky tvorili na konci roka 2008 takmer 60 % portfólia podnikových úverov bánk (graf 62).

**Hoci sa finančné podmienky pre podnikový sektor ku koncu roka 2008 zhoršili, kvalita portfólia**

#### podnikových úverov sa bankám výrazne nezhoršila

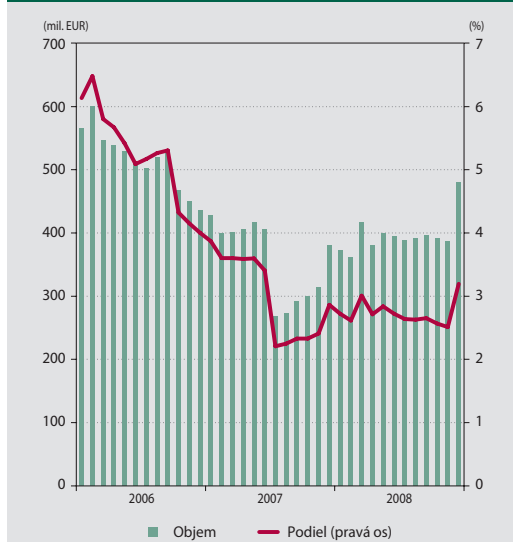
Finančná pozícia podnikov sa v poslednom štvrtroku 2008 zhoršila. Napriek negatívnym trendom v druhej polovici roka 2008, však sektor na konci roka 2008 naďalej generoval zisk a vykazoval ešte stále dostatočujúcu likvidnú pozíciu. Na sektor malo pozitívny vplyv priaznivé obdobie z predošlých rokov, počas ktorého si podniky vytvorili dobrú finančnú pozíciu. Potvrdzujú to aj údaje o objeme zlyhaných úverov v bankách. Kreditná kvalita portfólia podnikových úverov sa v roku 2008 významne nemenila. Objem zlyhaných úverov tomuto segmentu na úrovni celého sektora síce medziročne vzrástol k 31.12.2008 o takmer 100 mil. € (26 %) na hladinu 481 mil. €, avšak prakticky celý tento nárast ide na vrub jednej banky, ktorá v rámci odvetvia právne a účtovné činnosti vykázala v decembri zlyhanie derivátových pohľadávok v takejto výške. V prípade, že by sa údaje za túto banku nezapočítali do sektorového celku, medziročný prírastok by bol iba 2,1 mil. €, čo by vzhľadom na vyššie tempo rastu zostatku úverov podnikom znamenalo pokles podielu zlyhaných úverov z 2,8 % k decembru 2007 na 2,5 % na konci roka 2008. Bez odfiltrovanía spomínanej banky dosiahol tento podiel na konci sledovaného obdobia úroveň 3,2 % (grafy 63 a 64).

<sup>58</sup> Úverové portfóliá bánk vykazujú vyšší podiel voči finančnému sprostredkovaniu. Pri týchto úveroch dominujú lízingové spoločnosti, ktoré sa podieľajú najmä na financovaní dopravných prostriedkov a strojov pre podnikový sektor.



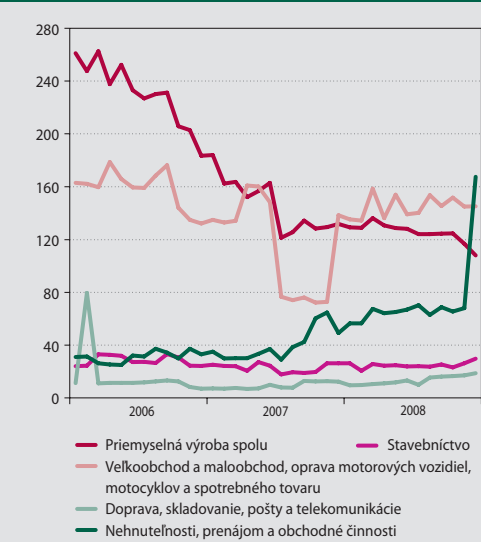


**Graf 63 Objem a podiel zlyhaných úverov podnikom**



Zdroj: NBS.

**Graf 64 Objem zlyhaných úverov podnikom vo vybraných sektoroch (mil. EUR)**



Zdroj: NBS.

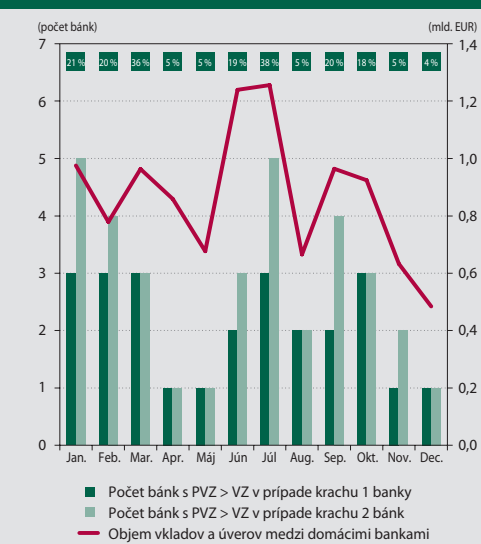
**Neistota sa týka veľkosti ekonomického poklesu a dĺžky jeho trvania; rizikovejšie sú skôr poskytnuté úvery**

Predpoklady o tempe ekonomického rastu v roku 2009 sú negatívne a hlavne neisté. Neistota sa týka nielen výšky ekonomického poklesu, ale najmä jeho trvania. Pri výraznejšom a dlhodobejšom pokračovaní negatívnych trendov, by sa „vankúš“ vytvorený podnikmi v priaznivých časoch mohol pomerne rýchlo rozplynúť. Z pohľadu stability celého sektora je podstatnou otázkou, ako sa budú „správať“ už skôr poskytnuté úvery. Banky už sprísňovali úverové štandardy pri nových úveroch podnikom v druhej polovici roka 2008 (pri niektorých sektoroch aj skôr). Takže podmienky, pri ktorých boli poskytnuté tieto úvery, už zohľadňujú očakávaný ekonomický pokles.

**Analýza citlivosti kreditného rizika medzibankových vkladov a úverov ukázala nízku úroveň systémového rizika na domácom medzibankovom trhu**

Systémové riziko (contagion risk) označuje riziko, keď zlyhanie jednej domácej banky vyvolá zhoršenie situácie, príp. až zlyhanie v iných bankách z dôvodu prepojení medzi bankami formou vkladových a úverových transakcií na medziban-

**Graf 65 Dopad stresového testovania systémového rizika na domácom medzibankovom trhu v roku 2008**



Zdroj: NBS.

Poznámka: Na ľavej osi je zobrazený počet bánk, v ktorých by v prípade zlyhaní jednej alebo dvoch bánk požiadavka na vlastné zdroje (PVZ) prevyšila objem vlastných zdrojov (VZ). Na pravej osi je objem vkladov a úverov medzi domáccimi bankami v mil. EUR (stav ku koncu mesiaca). V rámečkoch nad grafom je zobrazený podiel aktív bank, v ktorých by v prípade zlyhaní jednej banky požiadavka na vlastné zdroje prevyšila objem vlastných zdrojov, na celkových aktívach bankového sektora.

kovom trhu. Graf 65 znázorňuje počty bánk, v ktorých by požiadavka na vlastné zdroje mohla prevýšiť vlastné zdroje v prípade zlyhania jednej alebo dvoch bánk. Systémové riziko na slovenskom medzibankovom trhu je vo všeobecnosti nízke aj vzhľadom na relatívne nízky objem medzibankových vkladov a úverov.

## STRESOVÉ TESTOVANIE KREDITNÉHO RIZIKA

### *Stresové testovanie ukázalo vysokú citlivosť portfólií podnikových úverov niekoľkých bánk na zhoršenie makroekonomických podmienok*

V stresovom testovaní predpokladáme zhoršenie makroekonomickej situácie. Pokračujúci pokles zahraničného dopytu bude naďalej znižovať domácu produkciu a tržby podnikov. To sa následne prejaví na zníženej schopnosti nefinančných spoločností splácať úvery bankám a stúpnu objemy zlyhaných úverov v bankách. Dopad scenára na jednotlivé banky je hodnotený na základe veľkosti poklesu ukazovateľa kapitálovej primeranosti v dôsledku strát zo zlyhaných úverov. V prvom, tzv. miernejšom scenári, predpokladáme pokles tempa rastu ekonomiky, resp. miernu recesiu (tabuľka 7). Objemy zlyhaných úverov stúpnu ale nedosiahnu výrazné hodnoty. Pri druhom scenári, tzv. vážnom, už predpokladáme výraznú recesiu. Objemy zlyhaných úverov pri podnikoch vysoko citlivých na ekonomický

cyklus dosiahnu až tretinu z ich celkového objemu. Pri obidvoch scenároch tiež predpokladáme pokles hodnoty vybraných zabezpečení.<sup>59</sup> V prípade mierneho scenára by klesol ukazovateľ kapitálovej primeranosti pod 8 % v troch bankách, pričom u všetkých troch bánk je to dané najmä relatívne nízkou terajšou úrovňou ukazovateľa kapitálovej primeranosti. Pri predpoklade vážnejšieho stresového scenára by viaceré banky neboli schopné udržať ukazovateľ kapitálovej primeranosti nad 8%-nou hranicou. K trom bankám, ktorým by klesol ukazovateľ aj pri miernom scenári, by pribudli ďalšie tri.

### *Za predpokladu, že banky si ponechajú zisk z roku 2008 a doplnia ním vlastný kapitál, citlivosť podnikových portfólií bánk na nepriaznivé makroekonomické scenáre sa zníži*

Viaceré banky zaznamenali v roku 2008 v porovnaní s predošlým rokom nárast ziskovosti. Tento zisk môže byť významným zdrojom nového kapitálu. Ak by sme predpokladali, že banky by si ponechali zisk z roku 2008, tak pri miernom scenári by len jedna banka nedosiahla 8%-nú hranicu ukazovateľa kapitálovej primeranosti. Pri vážnom scenári by sledovanú hranicu nespĺňali ďalšie 3 banky.<sup>60</sup>

### *Miera zlyhania úverov domácnostiam rastie výraznejšie pri použití stresového scenára, kde šok*

**Tabuľka 7 Nastavenie stresových scenárov a miera zlyhania pre stresové scenáre**

	Mierny scenár	Vážny scenár
Zmena HDP	-4,3 %	-7,8 %
Inflácia	0,1 %	-4,7 %
Miera nezamestnanosti	16,6 %	21 %
Úroková sadzba ECB	0,5 %	0,5 %
Pokles akciových trhov	40 %	70 %
Posilnenie kurzu eura voči iným menám	10 %, resp. 20 %	20 %, resp. 40 %
Zlyhané úvery – domácnosti	5,3 %	6,2 %
Miera zlyhania úverov podnikom	necitlivé odvetvia	2 %
	miernie citlivé odvetvia	7 %
	citlivé odvetvia	15 %
Miera zlyhania dlhových cenných papierov v jednotlivých ratingových stupňoch	Nárast na dvojnásobok	Nárast na trojnásobok

Zdroj: NBS.

Poznámka: Hodnoty vyjadrujú simulovaný stav ukazovateľov k decembru 2009. Scenáre predpokladajú postupné zhoršovanie terajšieho stavu ukazovateľov v priebehu roka. Na konci roka 2008 sa priemerné miery zlyhania úverov podnikom pohybovali od 1 % pre necitlivé, 2-3 % pre menej citlivé sektory a 3 % pre citlivé sektory.

<sup>59</sup> Nastavenia scenárov bližšie popisuje box 5 a kapitola 7 v dokumente NBS „Analýza slovenského finančného sektora za rok 2008“.

<sup>60</sup> Scenáre neberú do úvahy príjmy, ktoré by banky získali v roku 2009. Tie by mohli vytvoriť dodatočný vankúš.



### **v podobe poklesu reálneho HDP pretrváva dlhšie ako 1 rok**

Portfólio úverov domácností sme testovali aj pomocou stresového scenára, ktorý bol nastavený tak, že šoky pôsobili niekoľko rokov, nie iba jeden rok. Na testovanie dopadu spomalenia ekonomickej aktivity na bankový sektor cez úverové portfólio domácností sme použili VaR model, v ktorom vystupujú nasledovné premenné: objem poskytnutých úverov domácnostiam, objem zlých úverov domácností, reálny rast HDP, nezamestnanosť, inflácia. Ako exogénna veličina v modeli vystupuje základná úroková sadzba stanovovaná ECB. Stresový scenár bol nastavený tak, aby zodpovedal ekonomickej recesii, v ktorej sa slovenská ekonomika ocitne na začiatku roka 2009 a zotrúva v nej počas 3 nasledujúcich rokov. Konkrétne predpokladáme, že v roku 2009 klesne reálny rast HDP o 4,3 % a v nasledujúcich dvoch rokoch sa úroveň produkcie nezmení, t. j. predpokladáme nulový rast. Ďalej predpokladáme, že nezamestnanosť vzrastie v každom z rokov 2009 a 2010 o 2 percentuálne body a ostane nezmenená v roku 2011, inflácia bude počas celého tohto obdobia približne 2 % a ECB ponechá základnú úrokovú sadzbu na súčasnej úrovni 1 %.

Ak by sme predpokladali, že objem poskytnutých úverov zostane nezmenený, tak uvedený scenár by zvýšil podiel zlyhaných úverov domácnostiam z 3 % na 6 %. Prípadné zníženie objemu poskytnutých úverov by malo za následok zvýšenie podielu zlyhaných úverov domácnostiam až nad 6%-nú hodnotu.

### **DEVÍZOVÉ RIZIKO**

#### ***Priame vystavenie bánk voči devízovému riziku bolo k 31. decembru 2008 zanedbateľné***

Vzhľadom na prijatie eura od 1. januára 2009 a s tým súvisiace výrazné zníženie volatility kurzu SKK/EUR boli banky vystavené iba zmenám vo výmenných kurzoch iných cudzích mien. Otvorená pozícia v týchto menách v bilancii bánk však bola na úrovni iba 0,6 % bilančnej sumy a bola plne zaistovaná menovými derivátmi. Počas druhého polroka veľkosť súvahovej devízovej pozície v ostatných cudzích menách postupne výrazne klesla. Vo väčšine bánk hodnota VaR<sup>61</sup> ku koncu žiadneho mesiaca počas roka 2008 nepresahovala 2 % vlastných zdrojov.

### **Bankový sektor nebol vystavený ani nepriamemu devízovému riziku**

Iba 2,1 % úverov podnikom a 0,2 % úverov retailu bolo denominovaných v iných cudzích menách ako euro. Na Slovensku preto nehrozí nárast úverových splátok a s tým spojený nárast miery zlyhania úverov v prípade oslabenia domácej meny, ako je tomu vo viacerých iných krajinách strednej a východnej Európy. Na odhad devízového rizika, ktorému sú vystavené samotné podniky by boli potrebné podrobnejšie údaje o otvorenej devízovej pozícii jednotlivých podnikov, ktoré nie sú k dispozícii. Vývoj súčtu absolútnych hodnôt pozícií v jednotlivých cudzích menách (okrem eura) z menových derivátov, ktoré uzatvorili domáce podniky s bankami, však nenaznačuje negatívny vývoj tohto rizika. Tento súčet sa v rokoch 2007 a 2008 pohyboval na úrovni 0,4 až 0,8 mld. €.

### **ÚROKOVÉ RIZIKO**

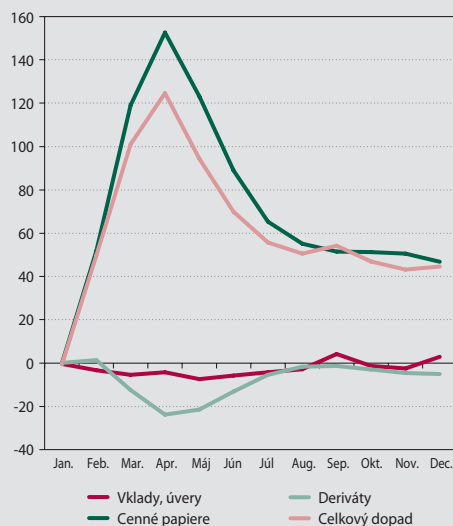
#### ***V krátkodobom horizonte (t. j. v horizonte niekoľkých týždňov) by ziskovosť väčšiny bánk nemala byť výraznejšie ovplyvnená pohybmi úrokových sadzieb***

Iba malá časť aktív a pasív bánk (približne 10 %) je preceňovaná na reálnu hodnotu proti zisku a strate. Negatívny dopad by mal nárast sadzieb, pretože časť týchto aktív tvoria dlhopisy s dlhšou duráciou, zatiaľ čo pri pasívach ide najmä o krátkodobé vklady. Pri náraste sadzieb o 1 percentuálny bod by čistá strata bánk z precenenia finančných nástrojov v obchodnej knihe s výnimkou derivátov predstavovala 0,06 % aktív. Niektoré banky však využívajú na zabezpečenie úrokového rizika v obchodnej knihe úrokové deriváty. Po ich zohľadnení by sa strata znížila na 0,05 % aktív, čo predstavuje 7 % zisku vytvoreného v roku 2008.

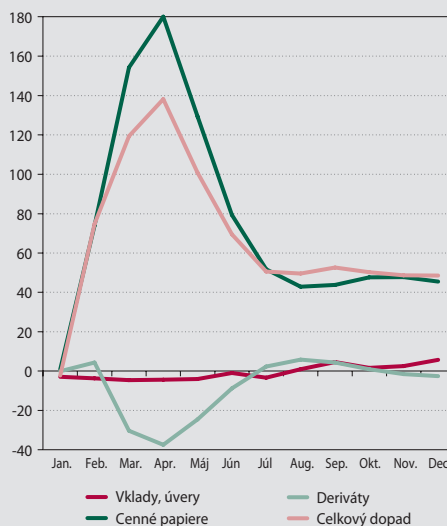
#### ***Nárast úrokových sadzieb by mal negatívnejší dopad v dlhodobejšom horizonte (pri analýze dopadu na ekonomickú hodnotu bilancii bánk)***

Pri paralelnom náraste úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod by ekonomická hodnota bilancii bánk (hodnota všetkých aktív a pasív) vrátane úrokových derivátov klesla o 0,7 %. Riziko zmeny ekonomickej hodnoty pri zmenách úrokových sadzieb je teda relatívne vysoké. Dôvodom je, že

61 VaR (value-at-risk, hodnota v riziku) udáva stratu, ktorá by nemala byť presiahnutá s 99%-ou pravdepodobnosťou. Prítom sa predpokladá, že rozdelenie budúcich zmien trhových faktorov (v tomto prípade výmenných kurzov) možno simulovať rozdelením zmien počas uplynulého roka (250 pracovných dní), a že portfólio zostane nemenné počas 10 dní. Pri výpočte VaR boli simulované iba jednoduché straty a získaná hodnota bola následne prenesená  $\sqrt{10}$ .

**Graf 66 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – prvý prístup, scenár 1 (tis. EUR)**


Zdroj: NBS.

**Graf 67 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – prvý prístup, scenár 2 (tis. EUR)**


Zdroj: NBS.

banky využívali úrokové deriváty na zaistovanie úrokového rizika v obchodnej knihe, ale nie na zaistovanie pozícií v bankovej knihe, ktoré sú pomerne významné.

**Stresové scenáre zníženia základnej úrokovej sadzby ECB a zvýšenia kreditných spreadov mali pozitívny dopad na ziskovosť bankového sektora**

Pri analýze stresového testovania úrokového rizika sa porovnávajú výsledky testov základného scenára a dvoch stresových scenárov. Výsledné prezentované hodnoty sú rozdielny výstupov zo stresových scenárov oproti základnému scenáru. Pri základnom scenári sa vychádzalo z výnosových kriviek eurových medzibankových sadzieb, pričom sa predpokladalo, že CDS spready merané pomocou indexu iTraxx sa počas roka nebudú meniť. Tento scenár predpokladá zníženie základnej sadzby ECB o 50 bázických bodov v januári 2009 a zníženie o 25 bázických bodov v mesiacoch máj a september. V stresovom scenári 1 sa predpokladalo zníženie základnej sadzby ECB o 100 bázických bodov oproti základnému scenáru v januári 2009, pričom CDS spready merané pomocou indexu iTraxx by sa počas roka nemenili. V stresovom scenári 2 sa okrem zníženia základnej sadzby ECB o 100 bázických bodov oproti základnému scenáru predpokladalo ďal-

šie zvýšenie neistoty na finančných trhoch, čo sa modelovalo pomocou zvýšenia CDS spreadov na dvojnásobnú hodnotu oproti stavu ku koncu roka 2008.<sup>62</sup>

Pri stresovom testovaní boli použité dva prístupy. Pri prvom prístupe sa vyčíslil zisk, resp. strata z portfólia vkladov a úverov, z precenenia cenných papierov nachádzajúcich sa v portfóliách na obchodovanie (HFT), ostatných portfóliách preceňovaných na reálnu hodnotu (FV) a v portfóliách určených na predaj (AFS),<sup>63</sup> zisk z úrokových príjmov a zisk, resp. strata z precenenia úrokových derivátov v obchodnej a bankovej knihe v prípade zmeny základnej sadzby ECB oproti základnému scenáru (grafy 66 a 67).

V druhom prístupe boli do výpočtov zahrnuté aj cenné papiere držané do splatnosti (portfólia HTM).<sup>64</sup> Pri tomto prístupe sa využil predpoklad, že v prípade potreby banky môžu predať aj cenné papiere držané v tomto portfóliu. Preto sa tu rátať aj s precenením týchto nástrojov. Na niekoľko veľká časť cenných papierov sa nachádza práve v tomto portfóliu, zisk z ich precenenia by výrazne prevýšil stratu z precenenia derivátov. V tomto prípade by bankový sektor zaznamenal väčší zisk v porovnaní s prvým prístupom aj v scenári 1 aj v scenári 2 (grafy 68 a 69).

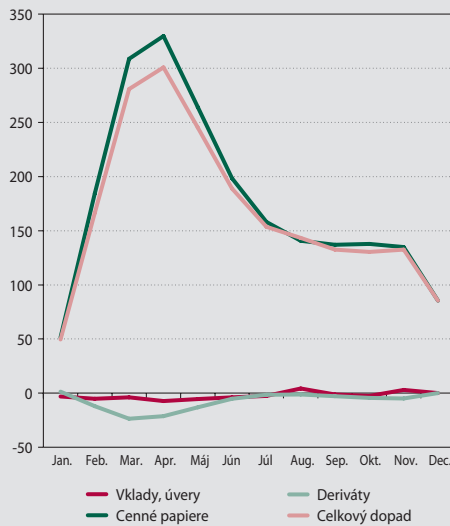
62 Podrobnejší popis scenárov obsahuje box 6 v dokumente NBS „Analýza slovenského finančného sektora za rok 2008“.

63 Portfólia HFT a FV sa preceňujú na reálnu hodnotu proti zisku a strate, portfólio AFS sa preceňuje voči vlastnému imaniu.

64 Portfólio HTM sa podľa účtovných pravidiel nepreceňuje na reálnu hodnotu.

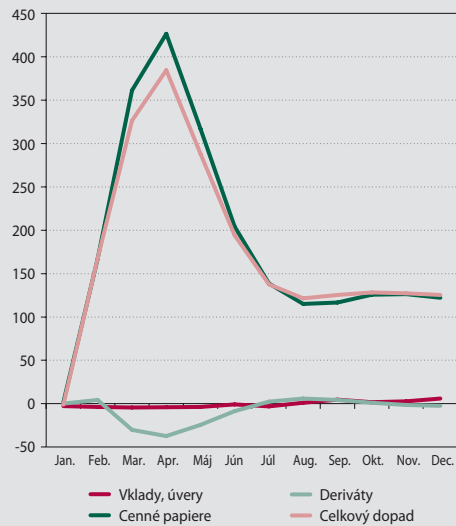


**Graf 68 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – druhý prístup, scenár 1 (tis. EUR)**



Zdroj: NBS.

**Graf 69 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – druhý prístup, scenár 2 (tis. EUR)**



Zdroj: NBS.

## RIZIKO LIKVIDITY

### Krátkodobá likvidita v sektore ako celku v roku 2008 narástla

Z hľadiska krátkodobej likvidity bol v bankovom sektore ako celku zaznamenaný v druhom polroku 2008 mierny nárast likvidného vankúša (graf 70). V niektorých bankách však možno pozorovať zhoršenie situácie. Pre väčšinu bánk je podmienkou udržania dobrej likvidnej pozície, aby časť vkladov ostala v banke dlhšie, ako je ich splatnosť. Význam takejto podmienky je však pre jednotlivé banky rôzny, čo možno vidieť na porovnaní podielu likvidných aktív a otvorených pozícií z operácií s klientmi na bilančnej sume (graf 71).

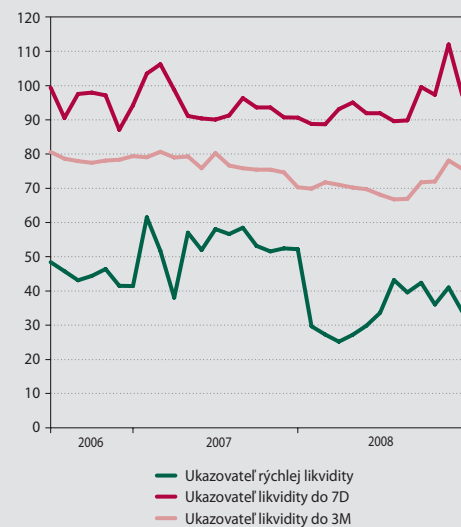
Stresový scenár poklesu objemu vkladov klientov o 20 % spôsobil pokles mediánovej hodnoty ukazovateľa likvidity do 7 dní (podiel likvidných aktív do 7 dní k pasívam so zostatkovou splatnosťou 7 dní) z 97 % na 79 % a mediánovej hodnoty ukazovateľa likvidity do 3 mesiacov zo 76 % na 69 %.

### Ku koncu roka 2008 spĺňali nový ukazovateľ likvidných aktív všetky banky

Od 15. novembra 2008 bol na sledovanie likvidity bánk na mesačnej báze zavedený nový ukaza-

teľ likvidných aktív,<sup>65</sup> ktorým sa rozumie pomer súčtu likvidných aktív k súčtu volatilných pasív. Tento ukazovateľ nesmie klesnúť pod hodnotu 1. Volatilné pasíva tvorí predovšetkým stanovené percento vkladov, v závislosti od typu protistrany a doby viazanosti. Na ich krytie musia banky

**Graf 70 Vývoj mediánových hodnôt ukazovateľov likvidity (%)**

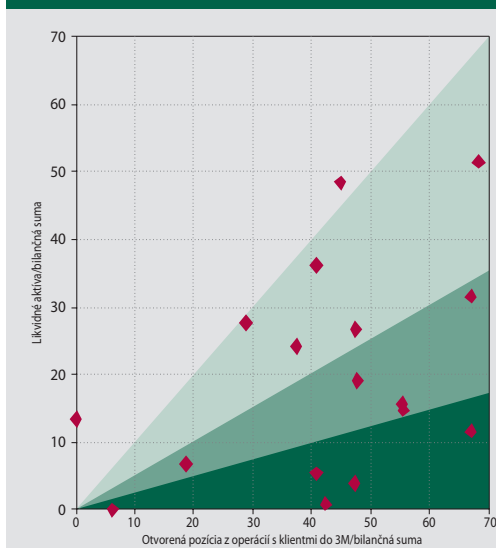


Zdroj: NBS.

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

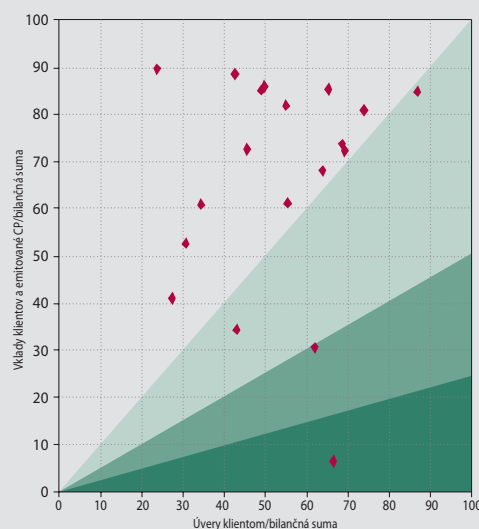
65 Opatrenie Národnej banky Slovenska z 28. októbra 2008 č. 18/2008 o likvidite bánk a pobočiek zahraničných bánk a o postupe riadenia rizika likvidity bánk a likvidity pobočiek zahraničných bánk a o zmene opatrenia Národnej banky Slovenska 11/2007 o predkladaní výkazov, hlásení a iných správ bankami, pobočkami zahraničných bánk, obchodníkmi s cennými papiermi a pobočkami zahraničných obchodníkov s cennými papiermi na účely vykonávania dohľadu a na štatistické účely.



**Graf 71 Porovnanie likvidného vankúša a otvorenej pozície do 3 mesiacov (%)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Graf neobsahuje pobočky zahraničných bánk s trhovým podielom menším ako 1 % z celkových aktív sektora.

**Graf 72 Porovnanie podielu úverov na bilančnej sume a podielu vkladov a emitovaných cenných papierov na bilančnej sume (%)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Graf neobsahuje pobočky zahraničných bánk s trhovým podielom menším ako 1 % z celkových aktív sektora.

držať dostatočné množstvo likvidných aktív, najmä hotovosti, vhodných cenných papierov a aktív splatných do jedného mesiaca. Znamená to, že banky by mali byť schopné pokryť relatívne veľký odlev vkladov klientov likvidnými aktívami. Ku koncu roka 2008 spĺňali stanovený limit všetky banky.

#### Riziko likvidity z dlhodobého hľadiska bolo aj ku koncu roka 2008 relatívne nízke

Vo väčšine bánk sú ich úverové aktivity financované vkladmi klientov alebo emisiou dlhodobějších cenných papierov, nie krátkodobými prostriedkami z medzibankového trhu (graf 72).

## 4.2 SEKTOR POISŤOVNÍ

### 4.2.1 FINANČNÁ POZÍCIA POISŤOVNÉHO SEKTORA

**Celkový zisk poisťovní v roku 2008 výrazne poklesol, najmä v dôsledku nižšej výnosnosti finančných aktív, nižšieho technického výsledku neživotného poistenia a odkupov pri zmluvách životného poistenia**

V roku 2008 sa finančná situácia väčšiny poisťovní zhoršila v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Celkový zisk poisťovní sa znížil takmer na polovicu a dosiahol výšku 108 mil. €. Rentabilita vlastného imania klesla z 18,8 % v roku 2007 na 9,1 %. Skončil sa tak výrazný rast ziskovosti pozorovaný od roku 2003 (graf 73). Zisk z finančných operácií klesol o viac ako 71 % oproti roku 2007. Hlavnú časť celkového hospodárskeho výsledku za poisťovní sektor tak tvoril zisk z technického účtu, ktorý medziročne vzrástol o takmer 42 %. Kým v predchádzajúcom období predstavoval zisk z finančných operácií až 70 % celkového zisku poisťovní, v roku 2008 to bolo len 34%.<sup>66</sup> Pokiaľ abstrahujeme od *unit-linked* produktov, poklesol finančný výsledok poisťovní v porovnaní s rokom 2007 o 39 mil. € (pokles o 23 %), najmä v dôsledku nižších výnosov aktív poisťovní.

Výsledok technického účtu životného poistenia sa po predchádzajúcej strate vrátil do kladných čísel (medziročná zmena 67 mil. €), najmä v dôsledku vyššieho rastu predpísaného poistného oproti rastu technických nákladov.<sup>67</sup> Naopak, zisk na technickom účte neživotného poistenia sa oproti predchádzajúcemu obdobiu znížil, k čomu tiež prispel pokles predpísaného poistného v neživotnom poistení. Významným z hľadiska

<sup>66</sup> Štruktúra ziskovosti je však významne ovplyvnená účtovaním *unit-linked* produktov. Strata z finančných operácií v *unit-linked* produktoch dosiahla v roku 2008 až 89 mil. €, neovplyvňuje však hospodársky výsledok poisťovní, nakoľko sa v plnej miere prejaví v poklese technickej rezervy na *unit-linked* produkty, čím zvyšuje technický výsledok životného poistenia.

<sup>67</sup> Technické náklady boli nižšie v dôsledku negatívnych výnosov *unit-linked* produktov.



**Graf 73 Celkový zisk poisťovní (mil. EUR)**



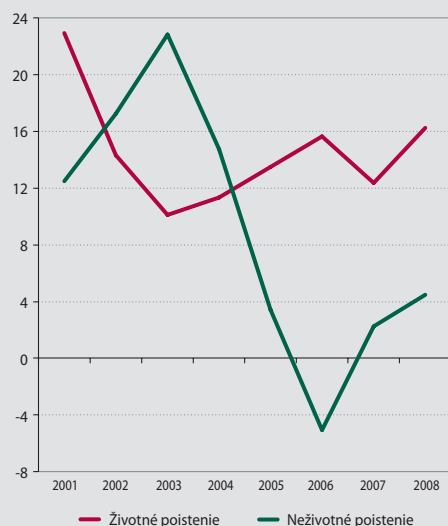
Zdroj: NBS.  
Poznámka: Čistý zisk za kalendárny rok.

rastu zisku na technickom účte je aj zníženie podielu zaistovateľa na predpísanom poisťovní (o 85 mil. €).

#### 4.2.2 TECHNICKÉ A PREDPÍSANÉ POISŤOVNÉ<sup>68</sup>

*Technické poisťovní rástlo vyšším tempom ako v roku 2007 napriek finančnej kríze*

**Graf 74 Tempo rastu technického poisťovní (%)**



Zdroj: NBS.

Životné poisťovní zaznamenalo najvyšší medzi-ročný rast od roku 2002, čo bolo, aj napriek vývoju na finančných trhoch, ovplyvnené najmä nárastom predajov investičného životného poisťovní – unit-linked, pri ktorom riziko investovania znáša klient poisťovní. Tempo rastu technického poisťovní v neživotnom poisťovní sa taktiež v porovnaní s rokom 2007 zvýšilo, aj keď dosiahlo výrazne nižšiu hodnotu ako v životnom poisťovní (grafy 74 a 75). Najviac sa na danom raste podieľalo poisťovní motorových vozidiel spolu s poisťovním majetku.

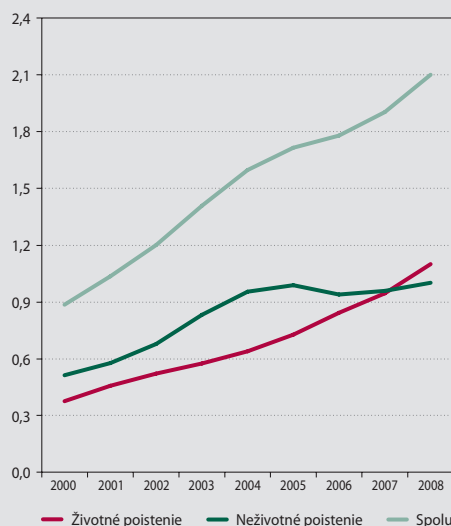
#### Technické poisťovní postúpené zaistovateľom kleslo

Znižuje sa poisťovní postúpené zaistovateľom. V roku 2008 kleslo o 17,2 % na 267 mil. €. Hlavná časť postúpeného poisťovní (92,2 %) pripadá na neživotné poisťovní, čo tvorilo takmer štvrtinu z celkového technického poisťovní v neživotnom poisťovní. V životnom poisťovní bolo zaistovateľom postúpené poisťovní vo výške 21 mil. € (t. j. 1,9 % z technického poisťovní v životnom poisťovní).

#### 4.2.3 TECHNICKÉ NÁKLADY NA POISŤOVNÉ PLNENIA A ŠKODOVOSŤ

*Technické náklady na poisťovní plnenia rástli v životnom aj neživotnom poisťovní*

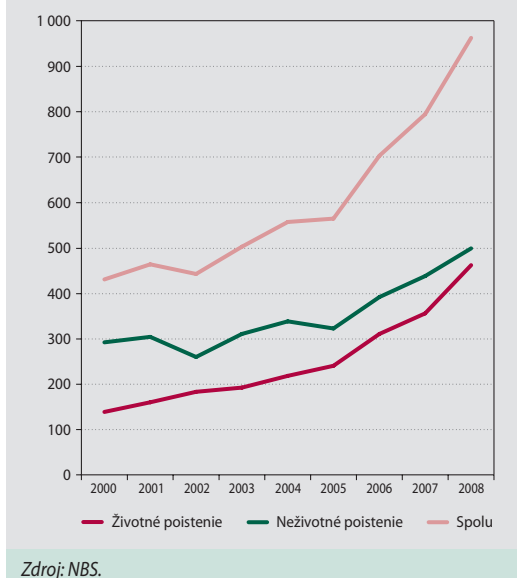
**Graf 75 Vývoj technického poisťovní (mld. EUR)**



Zdroj: NBS.

<sup>68</sup> Z dôvodu, že do konca roka 2005 sa vykazovalo predpísané poisťovní v súlade so slovenskými účtovnými štandardami a od roku 2006 podľa medzinárodných štandardov vykazovania IAS/IFRS, pristúpila NBS k analýze technického poisťovní, ktoré možno definovať ako cenu, ktorá bola dojednaná v jednotlivých poisťovních zmluvách bez ohľadu na spôsob ich finančného vykazovania. Predpísané poisťovní (v hrubej výške) v zmysle medzinárodných štandardov finančného vykazovania IAS/IFRS vzrástlo k 31. decembru 2008 o 1,9 % a dosiahlo hodnotu 1,8 mld. €. Zníženie rastu bolo spôsobené hlavne poklesom predpísaného poisťovní v neživotnom poisťovní (o 2,7 %), kým životné poisťovní vzrástlo o 7,3 % na hodnotu 0,9 mld. €. V zmysle medzinárodných štandardov finančného výkazníctva IAS/IFRS.



**Graf 76 Náklady na poistné plnenia  
(mil. EUR)**


V roku 2008 sa technické náklady na poistné plnenia (ďalej len „náklady na poistné plnenia“) oproti predchádzajúcemu roku zvýšili o 115 mil. € na 872 mil. € (graf 76). Dlhodobé náklady na poistné plnenia v životnom poistení rastú rýchlejšie ako v neživotnom poistení. V roku 2008 to bolo v životnom poistení o 29,9 %, v neživotnom o 14,1 %. Takmer celý rast nákladov na poistné plnenia v životnom poistení súvisel s nárastom odkupov.

#### Škodovosť narástla<sup>69</sup>

V porovnaní s rokom 2007 sa škodovosť za celé neživotné poistenie zvýšila o 3,4 percentuálneho bodu na úroveň 52,3 %. Z významných skupín klesla škodovosť v PZP, naopak pri havarijnom poistení a poistení majetku stúpla. Havarijné poistenie vykazuje najvyššiu škodovosť spomedzi všetkých skupín poistenia (69,9 %), pričom kombinovaný ukazovateľ v tejto skupine prekračuje 100 %, <sup>70</sup> čo naznačuje, že v tejto skupine je silná konkurencia.

#### 4.2.4 SOLVENTNOSŤ POISŤOVNÍ

##### Všetky poisťovne spĺňali zákonné požiadavky na solventnosť

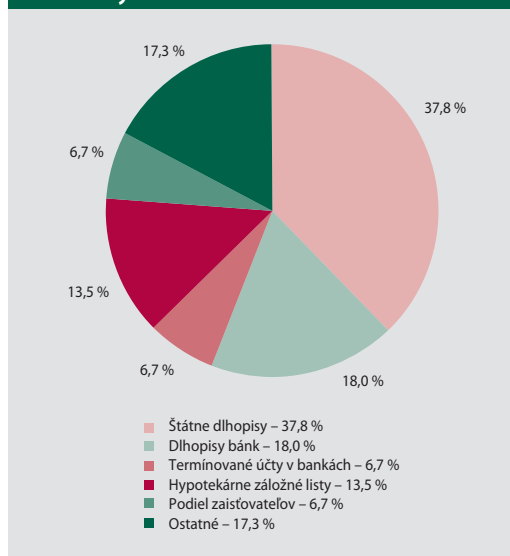
Z hľadiska hodnotenia solventnosti poisťovní sa vyžaduje, aby ich skutočná miera solventnosti

(t. j. vlastné zdroje) bola vyššia ako požadovaná miera solventnosti a zároveň aby výška garančného fondu bola aspoň taká, ako je minimálna hodnota garančného fondu. K 31. 12. 2008 tieto požiadavky spĺňali všetky poisťovne. Požadovaná miera solventnosti v porovnaní s minulým rokom vzrástla o 11 %. Skutočná miera solventnosti narástla v porovnaní s minulým rokom až o 32 % najmä z dôvodu nárastu fondov, na ktoré sa nevzťahujú záväzky z poistenia alebo zaistenia. Podiel celkovej skutočnej miery solventnosti k vyššej hodnote požadovanej miery solventnosti a garančného fondu bol 2,8 (marža solventnosti).

#### 4.2.5 TECHNICKÉ REZERVY A ICH FINANČNÉ UMIESTNENIE

*Technické rezervy poisťovní pokračovali v rastovom trende minulých rokov. Ich umiestnenie bolo naďalej konzervatívne*

Brutto technické rezervy znížené o rezervu na krytie záväzkov z finančného umiestnenia v mene poistených tvorili ku koncu roka 2008 3 482 mil. € a ich pokrytie aktívami predstavovalo 107,9 %. V porovnaní s koncom roka 2007 sa pokrytie technických rezerv aktívami nezmenilo. V zložení aktív kryjúcich technické rezervy

**Graf 77 Umiestnenie prostriedkov  
technických rezerv**


Zdroj: NBS.

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

69 Škodovosť sa vypočíta ako percentuálny podiel:

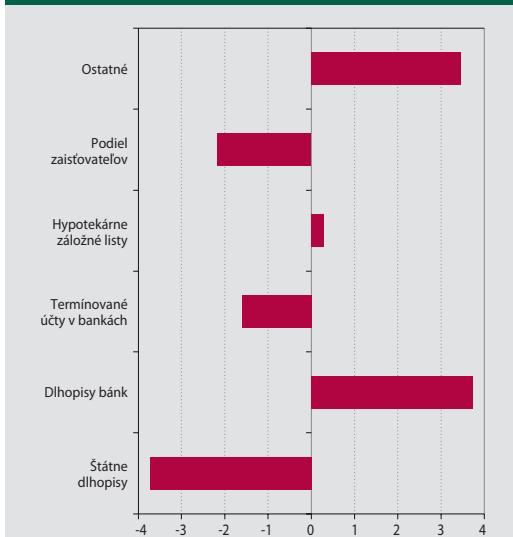
- súčtu nákladov na poistné plnenia a zmeny brutto technickej rezervy na poistné plnenia a
- zaslúženého poistného, t. j. technického poistného v hrubej výške po odrátaní zmeny brutto technickej rezervy na poistné budúcich období.

Škodovosť sa sleduje len v neživotnom poistení.

70 Kombinovaný ukazovateľ je sumou nákladov na poistné plnenia a prevádzkových nákladov v podiele na predpísanom poistnom. Hodnota ukazovateľa nad 100 % indikuje, že poisťovňa dosahuje stratu z predpisu poistného (poisťovňa vypláca viac než inkasuje). Kombinovaný ukazovateľ nezohľadňuje príjmy z investícií.



**Graf 78 Zmeny v umiestnení  
technických rezerv medzi 31. 12. 2007  
a 31. 12. 2008**



Zdroj: NBS.

pokračoval v prvom polroku trend z roku 2007, teda znižovanie podielu štátnych dlhopisov a zaistovateľov a nárast bankových dlhopisov a ostatných aktív, predovšetkým ostatných dlhových cenných papierov. V druhom polroku však nastala zmena. Podiel aj objem štátnych dlhopisov vzrástol, a naopak podiel aj objem dlhopisov bánk prestal rásť a výrazne sa znížil aj rast ostatných aktív (grafy 77 a 78).

#### 4.2.6 RIZIKÁ POISTNÉHO SEKTORA<sup>71</sup>

*Vo väčšine poisťovní je trhové riziko, ktoré by mohlo mať priamy dosah na vykázaný výsledok hospodárenia, takmer zanedbateľné*

Devízové pozície sú vo väčšine poisťovní takmer uzatvorené a ich veľkosť nepresahuje 2 % aktív. Celková pozícia je dlhá a dve tretiny z nej tvorí otvorená pozícia v amerických dolároch. Podiel investícií do akcií a podielových listov preceňovaných na reálnu hodnotu proti zisku a strate tvorí iba 0,8 % aktív. Podiel investícií do dlhových cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu proti zisku a strate je 3,1 % aktív. Počas 10 dní by straty v dôsledku trhových rizík vo väčšine poisťovní nemali s pravdepodobnosťou

99 % (VaR) prekročiť 0,6 % aktív. Výnimkou je len jedna poisťovňa, v ktorej je VaR na úrovni 1,9 % aktív kvôli vystaveniu sa úrokovému riziku.

*Hodnota aktív viacerých poisťovní je však vystavená zmenám úrokových sadzieb*

Veľkú časť aktív poisťovní tvoria dlhové cenné papiere, v niektorých poisťovniach dokonca s relatívne vysokou duráciou. Pri paralelnom raste úrokových sadzieb o 1 percentuálny bod by hodnota aktív v poisťovních poklesla o 4 %. (Najväčší individuálny pokles je o 7,5 %.) Táto strata by sa však neprejavila celá vo vykazanom výsledku hospodárenia alebo v zmenách vo vlastnom imaní. Väčšia časť straty by sa prejavila iba postupne zmenou úrokových príjmov. Ak by sme brali do úvahy iba aktíva, ktoré sa preceňujú na reálnu hodnotu proti zisku a strate alebo vlastnému imaniu, strata by bola na úrovni 0,6 % aktív.

### 4.3 OBCHODNÍCI S CENNÝMI PAPIERMI

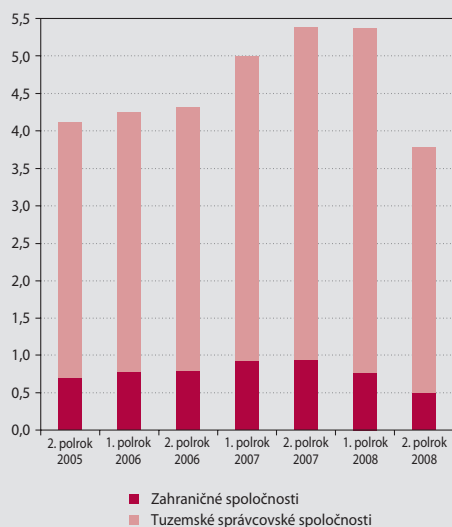
*Primeranosť vlastných zdrojov bola vysoko nad zákonom stanovenou hranicou 8 %*

Objem vlastných zdrojov obchodníkov s cennými papiermi, ktorí nie sú bankami, a správcovských spoločností s licenciou OCP, sa v priebehu roka 2008 pohyboval u všetkých subjektov vysoko nad zákonom požadovanou hranicou. Ku koncu roka dosahoval viac ako 6-násobok tejto hranice, pričom najväčšie kapitálové požiadavky boli na krytie kreditného a operačného rizika.

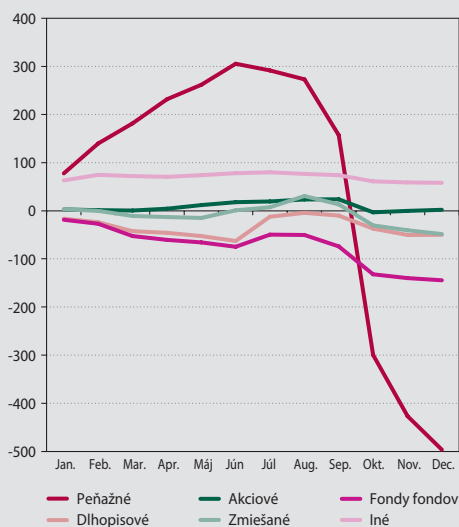
*Objem obchodov mierne poklesol; objem spravovaného klientskeho majetku vzrástol*

Celkový objem obchodov s dlhopismi, akciami a podielovými listami v roku 2008 mierne poklesol na hodnotu 14 mld. € (oproti 16 mld. € v roku 2007). Obchody s nástrojmi peňažného trhu a finančnými derivátmi nie je možné medziročne porovnať, vzhľadom na odlišné výkazníctvo v roku 2008. Objem klientskeho majetku, spravovaného prostredníctvom obchodníkov s cennými papiermi (vrátane bánk a správcovských spoločností s licenciou OCP) vzrástol medziročne o 41 % (z 1,5 mld. € na 2,1 mld. €).

<sup>71</sup> Keďže na podrobnú analýzu vystavenia poisťovní voči poistným rizikám nie sú k dispozícii dostatočné údaje, táto analýza sa venuje iba dopadu trhových rizík. Analýza sa vzťahuje na všetky aktíva, z ktorých riziko nesie poisťovňa, vrátane aktív nekryjúcich technické rezervy a garančný fond. Analýza sa však nezaobberá rizikom, ktorému sú vystavené aktíva investované v mene poistených ani technické rezervy postúpené zaistovateľom, keďže z týchto aktív nenesie poisťovňa riziko.

**Graf 79 Vývoj objemu investícií v podielových fondoch predávaných v SR (mld. EUR)**


Zdroj: NBS.

**Graf 80 Mesačný vývoj kumulatívnych čistých predajov otvorených podielových fondov v SR za rok 2008 (mil. EUR)**


Zdroj: NBS.

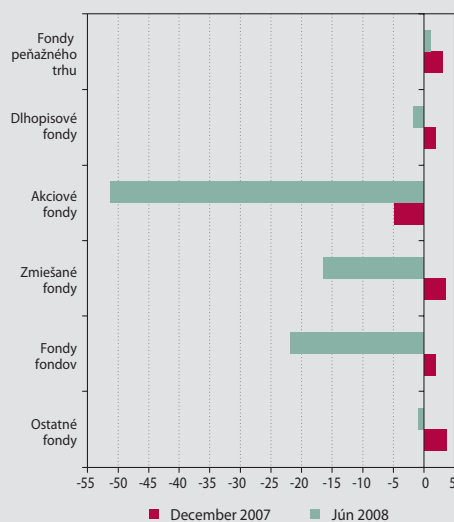
## 4.4 KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE

### 4.4.1 VÝVOJ V SEKTORE KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA V ROKU 2008

**Finančná kríza významne zasiahla sektor kolektívneho investovania – veľkosť sektora sa zmenšila o takmer 30 %**

Rast objemu spravovaných aktív v kolektívnom investovaní pozorovaný v predošlých obdobiach sa v prvej polovici roka 2008 zastavil a v jeho druhej časti došlo dokonca k prudkému poklesu NAV v podielových fondoch (graf 79). Pokles NAV súvisel s neobvykle vysokými redemáciami investorov (graf 80) z dôvodu neistoty ohľadom ďalšieho vývoja hodnoty investícií<sup>72</sup> a v menšej miere so znehodnotením aktív v portfóliách podielových fondov v dôsledku krízy (graf 81). Podielové fondy mali vo všeobecnosti dostatok likvidných prostriedkov (vkladov v bankách a štátnych dlhopisov), aby sa vyrovnali s náporom podielnikov na výber investícií. V niektorých prípadoch však boli nútené siahnuť aj k odpredaju dlhových cenných papierov podnikov alebo zahraničných bánk, ktorých likvidnosť bola v tom čase pomerne nízka.

**Najväčší pokles NAV bol v akciových fondoch; peňažné fondy si upevnili postavenie v sektore**

**Graf 81 Výkonnosť tuzemských otvorených podielových fondov (% p. a.)**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Fondy sú vážené čistou hodnotou majetku.

Pokles NAV bol zaznamenaný s výnimkou fondov kategorizovaných ako iné fondy a realitných fondov (ktorých podiel je však zanedbateľný) vo všetkých ostatných kategóriách fondov. Najviac sa to dotklo akciových fondov, ktoré si v sledovanom období odpísali až 67 % svojej NAV zo

<sup>72</sup> Redemácie navyše podporilo zavedenie 100%-nej garancie vkladov v bankách. To v kombinácii s mohutnou kampaňou na vkladové produkty v bankách a ich rastúcimi sadzbami bolo silným motívom na presun prostriedkov hlavne pre podielnikov fondov peňažného trhu.



začiatku roka. Ich relatívne zastúpenie tým kleslo z 11 % na 5 % NAV sektora. Dominantnú pozíciu si o niekoľko percentuálnych bodov upevnili fondy peňažného trhu, ktoré k decembru 2008 spravovali 45 % celkovej NAV v podielových fondoch.

#### Zisk správcovských spoločností klesol len mierne

Desať tuzemských správcovských spoločností vykázalo za rok 2008 zisk vo výške 9,4 mil. €. Oproti predošlému roku to predstavuje mierny pokles o 8 %. Vzhľadom na povahu odplát pre správcovské spoločnosti, ktorá závisí predovšetkým od objemu spravovaných aktív, možno predpokladať, že pokles NAV sa naplno prejaví na zisku v roku 2009. Stratu zaznamenali dve spoločnosti. Až dve tretiny zisku sektora sú koncentrované v jednej správcovskej spoločnosti.

#### 4.4.2 RIZIKÁ V KOLEKTÍVNO M INVESTOVANÍ

*Rizikovosť investícií v podielových fondoch bola ovplyvnená nárastom volatility na finančných trhoch, a na druhej strane umiestnením investícií najmä do fondov s nízkym rizikom*

Vývoj rizikovosti investícií v podielových fondoch bol do veľkej miery ovplyvnený výrazným nárastom volatility, najmä na akciových trhoch. Na druhej strane, stále boli však približne dve tretiny z celkového objemu prostriedkov vo fondoch kolektívneho investovania investované do fondov s VaR do 1 % čistej hodnoty aktív (na hladine pravdepodobnosti 99 % a s časovým horizontom 10 dní). Išlo najmä o fondy peňažného trhu, ale aj o viaceré dlhopisové fondy, ostatné fondy. Nízkemu riziku čelili aj niektoré akciové fondy, ktoré počas krízy odpredali zo svojho portfólia všetky akcie.

#### Volatilita akciových fondov rástla počas druhého polroka

Vo fondoch, ktoré držali významnú časť akcií, resp. neuzatvárali ani vzniknuté devízové pozície, sa riziko strát výrazne zvýšilo. Vo viacerých fondoch bola VaR na úrovni 10 % až 40 % čistej hodnoty aktív. V týchto fondoch vzrástla počas druhého polroka 2008 VaR takmer trojnásobne. Podiel aktív investovaných do akcií a podielových listov na celkových aktívach investovaných do fondov kolektívneho investovania počas druhého polroka pritom mierne poklesol z 15,1 % na 13,7 %.

#### Peňažne a dlhopisové fondy boli vystavené malému úrokovému riziku a miernemu kreditnému riziku

Fondy peňažného trhu a dlhopisové fondy boli vystavené úrokovému riziku, ale skôr z dlhodobého pohľadu. Pri ďalšom poklese základnej úrokovej sadzby ECB zaznamenali zníženie úrokových príjmov. Táto strata by však bola v porovnaní s rizikami v ostatných fondoch nevýznamná. Tieto fondy sú zároveň vystavené aj kreditnému riziku, najmä pri dlhových cenných papieroch. Tomuto riziku sú najviac vystavené dlhopisové fondy. Pri zvýšení pravdepodobnosti zlyhania priradených k jednotlivým ratingovým stupňom na dvojnásobok, resp. trojnásobok by strata predstavovala 0,2 %, resp. 0,5 % čistej hodnoty aktív.

#### 4.5 DÔCHODKOVÉ SPORENIE

##### 4.5.1 VÝVOJ V SEKTORE V ROKU 2008

#### II. PILIER

*Na systém starobného dôchodkového sporenia v roku 2008 vplývali dve udalosti: pokračovanie a prehĺbenie svetovej finančnej krízy a otvorenie systému pre dobrovoľné vstupy aj výstupy sporiteľov*

Globálna finančná kríza ovplyvnila aj dôchodkový sektor finančného trhu. Poklesom cien niektorých druhov aktív fondov sa následne znížili aj výnosy týchto fondov. Tým dosiahla ročná výnosovosť v druhom dôchodkovom pilieri kladné čísla len v prípade konzervatívnych fondov (tabuľka 8).<sup>73</sup> Kríza na finančných trhoch, ktorá prebiehala počas celého roka 2008, sa výrazným spôsobom podpísala pod zmenu základnej štruktúry portfólia podľa typov finančných nástrojov. Za hlavný posun možno označiť nárast podielu dlhopisov na úkor všetkých ostatných typov investícií (graf 82).

Druhý faktor, ktorý ovplyvnil fungovanie II. piliera systému starobného dôchodkového sporenia spočíval v jeho dočasnom otvorení pre dobrovoľné vstupy aj výstupy sporiteľov. K tomuto kroku pristúpila vláda SR dvakrát. Prvá etapa otvorenia prebiehala počas celého prvého polroka 2008. Začiatok druhej fázy otvorenia sa datuje od 15. novembra 2008, pričom druhý pilier bol

73 Priemerná ročná výnosnosť dôchodkových fondov bola vypočítaná ako vážený priemer percentuálnych medziročných zmien denných hodnôt dôchodkových jednotiek príslušných dôchodkových fondov. Percentuálna medziročná zmena denných hodnôt dôchodkových jednotiek sa vypočítava k 31. 12. 2008 (PMZDHDJ<sub>31.12.2008</sub>) nasledujúcim spôsobom:

$$PMZDHDJ_{31.12.2008} = \left( \frac{DJ_{31.12.2008}}{DJ_{31.12.2007}} - 1 \right) * 100\%$$

kde DJ je hodnota dôchodkovej jednotky za príslušný deň. Ak sa uvádza vážený priemer, váhou bol podiel čistej hodnoty majetku (NAV) príslušného fondu na súčte NAV fondov rovnakého druhu. Uvádzaná výnosnosť je nominálna, čo znamená, že nie je od nej odrátaná inflácia. Pri určení výnosnosti rôznych foriem investovania sa bežne udáva nominálna výnosnosť, pričom pri výpočte sa použila štandardná zákonná metodika. Uvedená výnosnosť však nie je výnosom sporiteľa na jeho osobnom dôchodkovom účte, ktorý je u každého individuálny. Vstupnými údajmi boli hodnoty dôchodkových jednotiek jednotlivých dôchodkových fondov predložené dôchodkovými správcovskými spoločnosťami Národnej banky Slovenska za dni 31. 12. 2007 a 31. 12. 2008, ktoré sú tiež zverejnené na internetovej stránke Národnej banky Slovenska.

**Tabuľka 8 Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 31. 12. 2008**

Typy fondov	Vážený priemer
Konzervatívne fondy	2,8 %
Vyvážené fondy	-5,2 %
Rastové fondy	-7,4 %

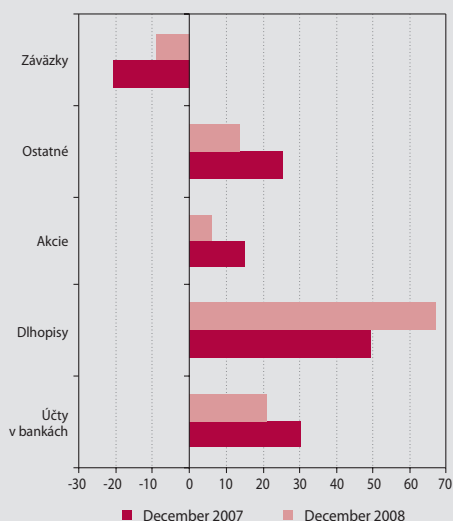
Zdroj: NBS.

otvorený počas celého zvyšného obdobia daného kalendárneho roka. Podľa informácií od dôchodkových správcovských spoločností dosiahol počet sporiteľov, ktorí požiadali o prevod svojich nasparených prostriedkov na účet Sociálnej poisťovne v prvej vlne otvorenia druhého piliera okolo 107 tisíc.<sup>74</sup> Počet nových sporiteľov bol nižší ako uvedené číslo, čo znamenalo, že celkový počet sporiteľov v systéme sa počas roka 2008 znížil približne o 75,5 tisíc na 1 483 124. V relatívnom vyjadrení to predstavuje úbytok 4,8 %.

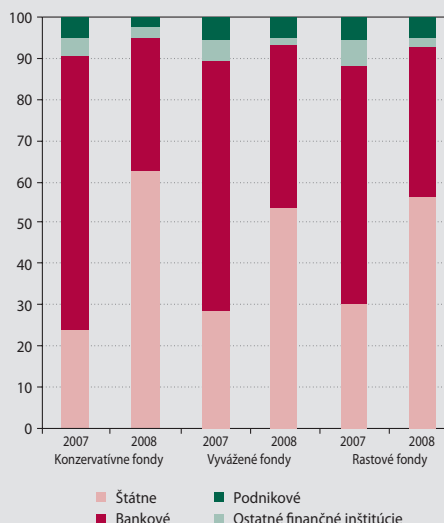
#### Menila sa skladba a charakteristiky dlhopisového portfólia fondov

Turbulentné obdobie roka 2008 bolo príčinou, že dôchodkové správcovské spoločnosti menili viaceré charakteristiky dlhopisovej zložky portfólia. Okrem zmien v štruktúre dlhopisového portfólia z hľadiska emitentov (graf 83) došlo aj k preh-

beniu rozhodujúcej orientácie (96 % objemu) na Európu. Podiel slovenských dlhových cenných papierov, prevažne štátnych, bol na konci sledovaného obdobia 73 %. Približne o 27 percentuálnych bodov, na úroveň 42 %, sa ku koncu roka 2008 znížil podiel dlhových cenných papierov s plávajúcim kupónom, ktoré sú bežné hlavne pri bankových emisiách. Spolu so štátnymi dlhopismi rástol aj podiel dlhopisov s fixným kupónom (31 %), a najmä bezkupónových dlhopisov (27 %). Skracovala sa splatnosť dlhopisového portfólia. Pôvodný interval priemernej objemom váženej splatnosti od 2,8 do 6,8 roka pre jednotlivé fondy sa zredukoval do rozmedzia 1,4 až 3,2 roka. Pokles priemernej maturity bol zaznamenaný vo všetkých osemnástich fondoch. Počas roka 2008 došlo k ešte väčšiemu skoncentrovaniu dlhopisov do aj predtým dominantného ratingového stupňa A+. Mierne stúpol podiel dlhopisov s najvyšším možným ratingom AAA.

**Graf 82 Podiel jednotlivých druhov investícií na celkovom objeme spravovaného majetku (%)**

Zdroj: NBS.

**Graf 83 Štruktúra dlhopisového portfólia v jednotlivých typoch fondov (%)**

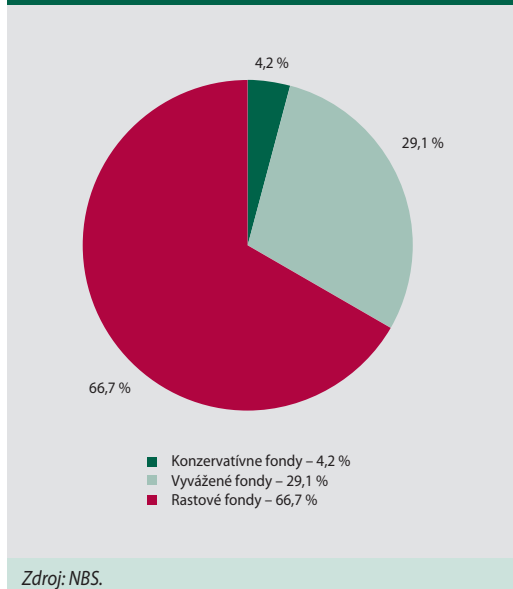
Zdroj: NBS.

74 Tento počet sa vzťahuje na obdobie otvorenia od 1. 1. 2008 do 30. 6. 2008. V súlade s platnou legislatívou sa reálne výstupy sporiteľov počas druhej fázy otvorenia kapitalizačného piliera začali uskutočňovať až 1. januára 2009. Údaje o celkovom počte sporiteľov za rok 2008 preto tieto výstupy neovplyvnili.





**Graf 84 Podiel jednotlivých typov fondov na celkovom objeme spravovaného majetku v roku 2008**



#### **NAV majetku vo fondoch II. piliera rástla, no pomalšie ako v roku 2007 v relatívnom aj absolútnom vyjadrení**

Čistá hodnota majetku spravovaná vo fondoch dôchodkových správcovských spoločností pokračovala v raste aj počas roka 2008 a na jeho konci dosiahla úroveň 2,23 mld. €, čo znamenalo ročný percentuálny prírastok 31 %. V porovnaní s rokom 2007 ide o výrazné spomalenie tempa rastu, čo je vo veľkej miere ovplyvnené bázickým efektom, avšak v tomto prípade na spomalenie vplýval aj odchod časti sporiteľov, ktorých naakumulovaný majetok sa previedol z dôchodkových fondov do Sociálnej poisťovne. Tento fakt, podporený aj poklesom hodnoty vybraných aktív, mal dokonca za následok pomerne značné zníženie absolútneho prírastku čistej hodnoty majetku v roku 2008 oproti predchádzajúcemu roku. Tradične len nevýznamné zmeny nastali v rozdelení čistej hodnoty majetku do predpísaných troch typov fondov (graf 84).

#### **Ani v roku 2008 nedokázali dôchodkové správcovské spoločnosti v súčte za celý sektor vyprodukovať zisk**

Celý sektor v medziročne znížil stratu na 5,7 mil. €, čo je približne tretina úrovne za rok 2007. Klád-

ným hospodárskym výsledkom sa prezentovali dve z celkového počtu šiestich spoločností.

### **III. PILIER**

#### **Objem majetku v III. pilieri rástol**

Objem majetku spravovaný piatimi doplnkovými dôchodkovými spoločnosťami (DDS) tretieho piliera dôchodkového zabezpečenia kontinuálne rástol počas celého roka 2008. Čistá hodnota majetku v systéme dosiahla ku koncu sledovaného obdobia úroveň 936 mil. €. Až 97 % patrilo do sporivej fáze cyklu doplnkového dôchodkového zabezpečenia, čiže príspevkovým fondom.

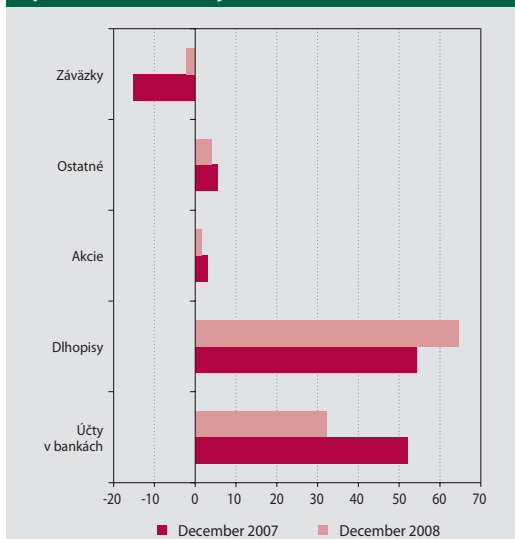
#### **Štruktúra majetku sa, podobne ako v II. pilieri, menila v prospech dlhopisov**

Štruktúra majetku (graf 85) sa vzťahuje na portfólio systému ako celku, ale vzhľadom na vysoký podiel príspevkových fondov na celkovej čistej hodnote majetku v III. pilieri dobre vystihuje aj situáciu v tomto type fondov. Majetok výplatných fondov pozostáva výlučne z prostriedkov deponovaných na účtoch v bankách (s podielom 56 %) a dlhopisov (44 %). Variabilita v zložení portfólií fondov v III. dôchodkovom pilieri je však pomerne veľká a štruktúra majetku jednotlivých fondov sa často značne odlišuje od sektorového priemeru.

#### **Výnosy fondov III. piliera boli takisto ovplyvnené krízou na finančných trhoch**

Priemerný ročný výnos vážený NAV k 31.12.2008 dosiahol pri príspevkových fondoch -2 %. Rozpätie výnosov jednotlivých príspevkových fondov od -20,9 % do 2,9 % bolo pomerne široké, čo súvisí s už spomínanou rôznorodosťou zamerania fondov od prevažne peňažného až po výrazne akciové. Kladný výsledok dosiahli tri z desiatich fondov tohto typu. Vo výplatných fondoch bola situácia lepšia, nakoľko sa im v priemere podarilo zhodnotiť majetok sporiteľov o 1,4 %.

Do výsledného zhodnotenia majetku pre účastníka doplnkového dôchodkového sporenia vstupujú okrem časového vývoja hodnoty aktív umiestnených vo fonde aj rôzne druhy odplát, ktoré si doplnkové dôchodkové spoločnosti účtujú na vrub príslušného fondu. Najvýznamnejším typom odplaty je odplata za správu fondu,

**Graf 85 Podiel jednotlivých druhov investícií na celkovom objeme spravovaného majetku (%)**


Zdroj: NBS.

Podiel dlhopisov na aktívach v konzervatívnych fondoch sa pohybuje v rozmedzí 45 – 72 %. Priemerná vážená durácia portfólií sa oproti júnu 2008 mierne zvýšila (hodnoty v rozmedzí 0,5 – 1,02). Citlivosť hodnoty portfólií na zmeny v úrokových mierach je teda vyššia, čo znamená vyššie úrokové riziko oproti predchádzajúcemu obdobiu. Podiel dlhopisovej zložky na celkových aktívach vyvážených a rastových fondov sa v druhom polroku 2008 pohyboval v rozmedzí 42 – 71 %.

#### **Podiel akcií a podielových listov v portfóliách rastových a vyvážených fondov klesá**

Pre vyvážené a rastové fondy prevažuje trend znižovania podielu akcií a podielových listov na čistej hodnote majetku (graf 86). Napriek tomu došlo k niekoľkým výrazným skokom v hodnote VaR v dôsledku turbulencií na trhu akcií a s tým spojeného nárastu volatility ich výnosov. K najvýraznejšiemu nárastu tohto ukazovateľa rizikovosti došlo v prvej polovici októbra.

ktorá za rok 2008 činila až 91 % objemu všetkých odplát v treťom pilieri dôchodkového sporenia. Odplata za správu fondu je určená v štatúte daného fondu ako percento z priemernej NAV a podľa zákona môže byť stanovená v maximálnej výške troch percent. Priemerná výška odplát (vážená NAV fondov) za všetkých 14 fondov v systéme bola ku koncu roka 2008 pomerne blízko povoleného stropu, na úrovni 2,44%.

#### **Doplňkové dôchodkové spoločnosti ako sektor boli v roku 2008 ziskovejšie**

Agregátny zisk doplnkových dôchodkových spoločností 3,26 mil. € v roku 2008 je o 384 tis. € vyšší ako bol v roku 2007. Stratú zaznamenala jedna doplnková dôchodková spoločnosť.

#### **4.5.2 RIZIKÁ V DŮCHODKOVOM SPORENÍ**

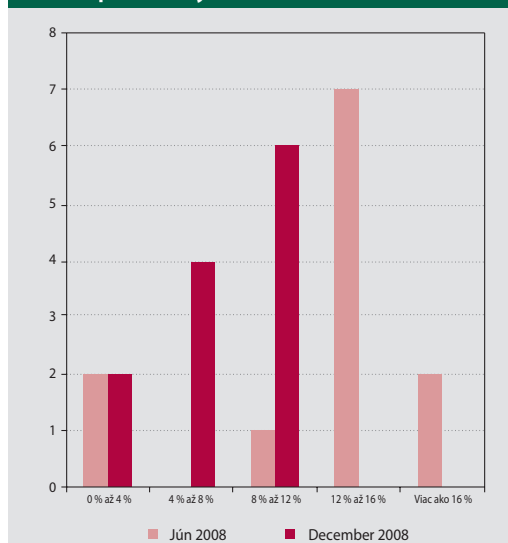
### **II. PILIER**

#### **Durácia portfólií narástla**

Portfóliá konzervatívnych fondov dôchodkových správcovských spoločností nemajú (s výnimkou jedného) žiadne otvorené menové pozície a neobsahujú akcie ani podielové listy. Nie sú preto vystavené devízovému ani akciovému riziku.<sup>75</sup>

#### **Devízové riziko je nízke**

Devízové riziko je pomerne nízke, keďže devízové pozície fondov sú do značnej miery uzavreté.

**Graf 86 Rozloženie percentuálneho podielu akcií a podielových listov na NAV**


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na horizontálnej osi je znázornený percentuálny podiel akcií a podielových listov na NAV. Na zvislej osi je znázornený počet rastových, resp. vyvážených dôchodkových fondov patriacich do danej kategórie.

<sup>75</sup> Výnimkou je jedna spoločnosť, kde v konzervatívnom fonde akcie a podielové listy v 2. polroku 2008 predstavovali 2 – 3 % čistej hodnoty majetku.





Najväčší podiel na otvorených pozíciách mali pozície v mene euro. V súvislosti s prijatím eura v januári 2009 však tieto nepredstavujú riziko. Odhladiť od toho sú dôchodkové fondy najviac vystavené riziku vyplývajúcej zo zmien kurzu amerického dolára a poľského zlotého.

### III. PILIER

**Trhové riziká, ktorým sú fondy DDS vystavené, boli väčšinou veľmi nízke**

Sektor fondov DDS je vysoko koncentrovaný – až 96 % aktív je umiestnených v štyroch fondoch. Trhové riziko v týchto fondoch je vzhľadom na konzervatívnu štruktúru investícií týchto fondov pomerne nízke. VaR na hladine pravdepodobnosti 99 % a v časovom horizonte 10 dní nepresahuje v žiadnom z týchto fondov 1,3 % aktív. Výrazne rizikovejšie sú portfóliá niektorých ďalších príspevkových fondov, ktoré vo vyššej miere investujú do akcií a podielových fondov.

Celkové trhové riziko počas druhého polroka 2008 vzrástlo vplyvom nárastu volatility na finančných trhoch.

**Kreditné riziko bolo tiež na nízkej úrovni**

Kreditné riziko dlhových cenných papierov v portfóliách týchto fondov bolo odhadnuté jednoduchým testom citlivosti. Ku každému cennému papieru bola na základe jeho externého ratingu priradená pravdepodobnosť zlyhania. Pri dvojnásobnom, resp. trojnásobnom zvýšení tejto miery zlyhania nepresiahla strata v žiadnom fonde hodnotu 0,3 %, resp. 0,5 % čistej hodnoty aktív.

kodovej volatility cien akcií v rastových a vyvážených fondoch

- zvýšenej krátkodobej volatility sú vystavené aj podielové fondy s orientáciou na akciové trhy

**Priamy dopad pretrvávajúceho veľmi nepriaznivého stavu globálnej ekonomiky v roku 2009 na hospodárstvo Slovenska povedie k nárastu kreditných rizík v bankovom sektore SR**

Vývoj zlyhaných úverov domácnostiam za rok 2008 nenaznačuje zhoršenie kvality úverových portfólií. Objem zlyhaných úverov domácností síce stúpol medziročne o 35 %, ale podobný rast bol zaznamenaný aj v predošlých rokoch. Miery zlyhania jednotlivých skupín úverov domácnostiam sa medziročne zvyšovali len mierne, čo bolo ovplyvnené stále silným rastom objemu úverov. Najhoršiu kvalitu mali spotrebiteľské úvery. Ich všeobecne vyššia rizikovosť je pritom zohľadnená vo vyšších úrokových sadzbách na tieto úvery. Nepriaznivý výhľad pre domácu ekonomiku na roky 2009 a 2010 s veľkou pravdepodobnosťou povedie k nárastu miery zlyhaných úverov domácnostiam.<sup>76</sup> Finančná pozícia domácností, ktorá je na Slovensku určená najmä vývojom príjmov a zamestnanosti, sa teda bude zhoršovať, čo negatívne ovplyvní najmä vysoko zadlžené domácnosti (domácnosti s relatívne vysokým podielom úverových splátok na disponibilnom príjme). Z tohto hľadiska rástlo napr. kreditné riziko hypotekárnych úverov poskytovaných v rokoch 2007 a 2008, pretože v tomto období vo všetkých krajských mestách rástli ceny nehnuteľností rýchlejšie ako príjmy. Banky boli tiež nútené poskytovať nové úvery pri vysokých hodnotách LTV (pomer objemu úveru k hodnote zabezpečenia), čo zvyšuje riziko strát pre banky v prípade nesplácania týchto úverov klientmi a poklesu cien bytov (zabezpečenia).

**Nepriaznivý ekonomický vývoj bude mať horší dopad na kvalitu úverového portfólia nefinančných korporácií**

V roku 2008 sa miera zlyhaných úverov vyvíjala priaznivo, pretože podniky mali dostatok naakumulovaných zdrojov z predošlého priaznivého obdobia a ročná miera ratu úverov bola vysoká. Toto sa však v najbližšom období s veľkou prav-

76 Modelovaný makroekonomický scenár, podľa ktorého v roku 2009 klesne reálny rast HDP o 4,3 % a v nasledujúcich troch rokoch sa úroveň produkcie nezmení, nezamestnanosť vzrastie v každom z rokov 2009 a 2010 o 2 % a ostane nezmenená v roku 2011, inflácia bude počas celého tohto obdobia približne 2 % a ECB ponechá základnú úrokovú sadzbu na úrovni 1 %, povedie za predpokladu nulového tempa rastu nových úverov k nárastu podielu zlyhaných úverov domácnostiam z 3 % na 6 %. Tento podiel môže rásť ešte viac, ak by objem nových úverov poklesol.

## 4.6 RIZIKÁ VYPLÝVAJÚCE Z VÝVOJA VO FINANČNOM SEKTORE V ROKU 2008

- mierne rastie kreditné riziko úverov domácnostiam
- výraznejšie než v prípade domácností rastie kreditné riziko úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam
- rastie úrokové riziko pre portfóliá konzervatívnych fondov dôchodkových správcovských spoločností a riziko krát-



depodobnosťou zmien. Sektory výraznejšie citlivé na pokles ekonomiky tvorili na konci roka 2008 takmer 60 % portfólia podnikových úverov bánk. Výkonnostné parametre „citlivých“ podnikov sa výrazne zhoršili v poslednom štvrtroku 2008 a rast úverov podnikom sa spomalil na 7 % (v druhom polroku dosiahol rast úverov podnikom až 32 %). Banky sa všeobecne pri poskytovaní úverov podnikom začali v druhom polroku 2008 správať podstatne opatrnejšie než pri úverovaní domácností. Avšak kvalita skôr poskytnutých úverov do veľkej miery závisí od veľkosti ekonomického poklesu a dĺžky trvania negatívnych trendov.<sup>77</sup>

***Silne negatívny a volatilný vývoj na svetových finančných trhoch nepriaznivo ovplyvnil najmä výkonnosť a rizikovosť fondov s vyšším podielom akcií v ich portfóliách a spôsobil nárast redemácií vo fondoch kolektívneho investovania***

Silne turbulentný vývoj na svetových finančných trhoch najmä na jeseň v roku 2008 viedol k nárastu akciového rizika v portfóliách domácich fondov. Akciové riziko rástlo v rastových a vyvážených fondoch dôchodkových správcovských

spoločností (DSS), akciových fondoch kolektívneho investovania a niektorých príspevkových fondov doplnkových dôchodkových spoločností (DDS). Rastové a vyvážené fondy DSS akciové riziko znižovali odpredávaním akcií a diverzifikáciou portfólií v prospech štátnych dlhopisov. Podobný prístup zvolila aj väčšina príspevkových fondov DDS. Zvýšená diverzifikácia smerom od akcií k dlhopisom bola v roku 2008 zaznamenaná aj pri podielových fondoch, ktoré sú primárne orientované na investície do akcií. Neistota investorov spôsobila výrazný odlev prostriedkov z tohto sektora. Redemované boli najmä peňažné fondy, čo pravdepodobne súviselo s atraktívnym úročením bankových vkladov a zavedením 100%-nej štátnej garancie vkladov. Fondy disponovali dostatkom likvidných aktív, aby dokázali vyplácať podiely investorov, a nemuseli pristúpiť k zákonnej možnosti uzavretia fondov.

Celkový pokles likvidity, ktorý sprevádzal vývoj na vyspelých finančných trhoch počas roka 2008, sa domáceho finančného sektora výrazne nedotkol. Bankový sektor, ktorý je všeobecne najcitlivejší na stav likvidity, vykazoval dostatok domácich zdrojov.

<sup>77</sup> V závislosti od citlivosti podnikov na vývoj hospodárskeho cyklu a vážnosti modelového scenára s jednorazovým šokom do ekonomiky, miery zlyhaných úverov stúpnu z 1 % na 2 % pri miernom scenári a pre necitlivé sektory a z 3 % na 30 % pri vážnom scenári a pre citlivé sektory.





# BEZPEČNOSŤ A SPOĽAHLIVOSŤ MEDZIBANKOVÉHO PLATOBNÉHO SYSTÉMU SIPS V ROKU 2008





## 5 BEZPEČNOSŤ A SPOĽAHLIVOSŤ MEDZIBANKOVÉHO PLATOBNÉHO SYSTÉMU SIPS V ROKU 2008

*Z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu možno činnosť medzibankového platobného systému v roku 2008 hodnotiť pozitívne*

Systém SIPS pracoval v roku 2008 spoľahlivo a bez porúch. V roku 2008 sa dokončili prípravné práce pre prechod platobnej infraštruktúry na menu euro od 1. 1. 2009.<sup>78</sup> Základom novej platobnej infraštruktúry sú platobný systém TARGET2-SK a retailový platobný systém EURO SIPS, vytvorený transformáciou z pôvodného platobného systému SIPS. Ide o domáci klíringový systém s finálnym zúčtovaním na účtoch v platobnom systéme TARGET2-SK.

*Nová platobná infraštruktúra je výsledkom konsenzu Národnej banky Slovenska a všetkých účastníkov medzibankového platobného systému SIPS*

Rozhodnutie o budúcej podobe platobnej infraštruktúry na Slovensku vzniklo koncom roka 2006, keď bola schválená stratégia počítajúca so systémom SIPS ako s platformou na spracovanie a klíring retailových (maloobchodných) platieb vo forme tzv. pridruženého systému k systému TARGET2 vyňatím funkcionality RTGS z pôvodného systému SIPS a jej nahradením systémom TARGET2. Zvolenú stratégiu prebudovania platobnej infraštruktúry na Slovensku podporila aj slovenská banková komunita, ktorá sa zaviazala na účasť v systéme TARGET2 a na využívanie budúceho systému EURO SIPS. Intenzívnu koordináciu prípravy bankového sektora na pripojenie sa do TARGET2 Národná banka Slovenska začala od septembra 2007, keď bol predstavený podrobný plán zahŕňajúci potrebné analýzy procesov na strane bánk a budúcich pridružených systémov (EURO SIPS, Centrálny depozitár cenných papierov, First Data Slovakia), školenia budúcich účastníkov, registráciu do SWIFT-ových služieb, tri fázy koordinovaného testovania v systéme TARGET2 a nakoniec registráciu do produkčného prostredia. Národná banka Slovenska, ako aj banky a pridružené systémy boli na konci roka 2008 pripravené na začatie riadnej prevádzky a celý proces pripojenia sa na systém TARGET2 bol za-

vriešený úspešným prevodom korunových zostatkov účtov bánk v systéme SIPS na účty v systéme TARGET2-SK v mene euro. V zmysle platných pravidiel dňa 31. decembra 2008 v popoludňajších hodinách platobný systém EURO SIPS otvoril prvý prevádzkový deň ako pridružený platobný systém TARGET2-SK. Otvorenie prvého prevádzkového dňa v mene euro bolo vykonané bez problémov a v stanovenom čase podľa platného harmonogramu tohto systému.

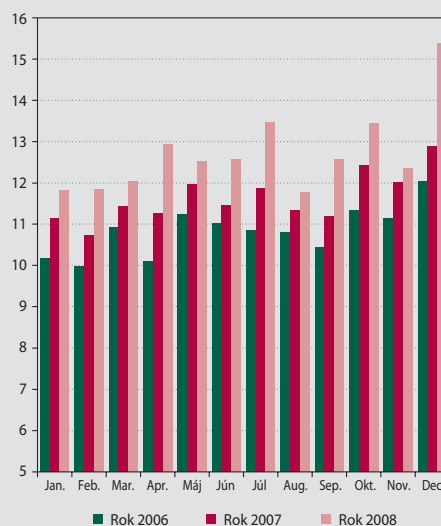
*Počet transakcií realizovaných cez SIPS vzrástol v roku 2008 o 9,3 %*

V roku 2008 sa prostredníctvom medzibankového platobného systému SIPS uskutočnilo celkovo takmer 153 mil. transakcií. Tým sa zachoval trend medziročného nárastu z predchádzajúcich rokov (graf 87).

*Hodnota spracovaných transakcií v roku 2008 mierne klesla*

Celková hodnota objemu spracovaných transakcií za rok 2008 predstavovala približne 79,5 bil. Sk

Graf 87 Vývoj počtu transakcií uskutočnených v SIPS (mil.)



Zdroj: NBS.

78 V roku 2008 bola prijatá priama novela zákona o platobnom styku (zákon č. 270/2008 Z. z.). Prijatie tejto novely súviselo so zmenami v tuzemskom platobnom systéme SIPS a s napojením sa na platobný systém TARGET2 od 1. januára 2009 z dôvodu zavedenia eura v Slovenskej republike. Národná banka Slovenska v spolupráci s Ministerstvom financií Slovenskej republiky začali v priebehu roka 2008 aj proces transpozície smernice o platobných službách (2007/64/ES), ktorá bude transponovaná do právneho poriadku Slovenskej republiky prijatím nového všeobecne záväzného právneho predpisu s predpokladanou účinnosťou od 1. novembra 2009. Prijatím tohto právneho predpisu bude zrušený zákon o platobnom styku.

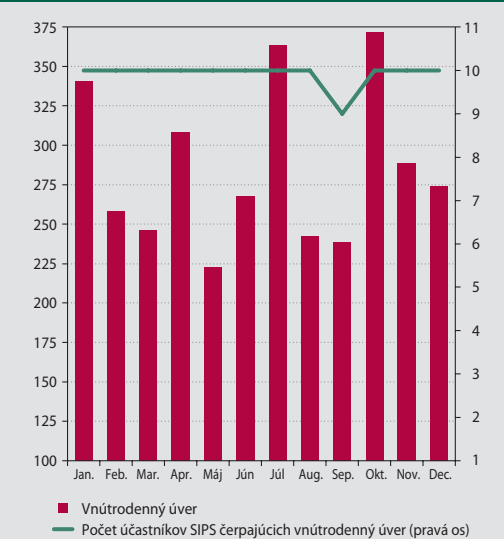


**Graf 88 Vývoj hodnoty transakcií uskutočnených v SIPS (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Graf 89 Objem vnútrodeného úveru v roku 2008 (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

(2,6 bil. €). Celkový objem spracovaných transakcií v roku 2008 bol takmer zhodný s predchádzajúcim rokom a s poklesom 1,32% potvrdil minuloročný zlom v takmer 50%-nej medziročnej rastovej krivke z rokov 2004 – 2006 (v roku 2007 bol prvýkrát zaznamenaný pokles v objeme o 7,1%) (graf 88). Výrazný vplyv na znížení hodnoty platieb mal stabilnejší vývoj kurzu domácej meny a pravdepodobne sa tu prejavil aj vplyv zhoršenej ekonomickej situácie.

#### **Rok 2008 nezaznamenal zmeny v rámci podielov počtu a objemu spracovaných prioritných platieb na celkovom počte uskutočnených transakcií**

V roku 2008 bolo spracovaných 277 697 prioritných platieb v celkovom objeme takmer 54 bil. Sk (1,8 bil. €). Podiel počtu transakcií prioritných platieb tak zotrval na úrovni z roku 2007, a to na necelých 0,2% (v rámci počtu transakcií predstavuje naozaj minimálne zastúpenie). Podiel prioritných platieb na celkovej hodnote uskutočnených prevodov však predstavoval 68%, rovnako ako v roku 2007.

#### **Hladké fungovanie platobného systému podporuje poskytovanie vnútrodeného úveru**

Národná banka Slovenska poskytuje účastníkom medzibankového platobného styku, ktorí

sú povinní tvoriť povinné minimálne rezervy, vnútrodený úver. Vnútrodený úver je poskytovaný vo forme možnosti prečerpania peňažných prostriedkov na účte peňažných rezerv stanovením maximálneho debetného zostatku (overdraft), pričom je splatný len v rámci jedného prevádzkového dňa a musí byť plne zabezpečený kolaterálom, t. j. dostatočným množstvom cenných papierov v relevantnej hodnote, ktoré boli evidované v centrálnom registri krátkodobých cenných papierov vedenom NBS.

V roku 2008 bolo účastníkom, ktorí požiadať o vnútrodený úver, poskytnutých viac ako 3 422,3 mld. Sk (113,6 mld. €) (graf 89). Národná banka Slovenska poskytla vnútrodený úver v priemernom týždennom objeme 66,092 mld. Sk (2,2 mld. €) (objem poskytnutého vnútrodeného úveru účastníkom je nastavovaný na týždennej báze).<sup>79</sup> Na rozdiel od predchádzajúceho roku bola ich účasť na čerpaní v priebehu roka vyvážená, keďže okrem septembra sa v jednotlivých mesiacoch roka zapájali do čerpania vnútrodených úverov všetci žiadatelia.

#### **Narastá využívanie bezhotovostnej formy platobného styku**

V roku 2008 sa počet vydaných platobných kariet zvýšil o 7,5% na 5,255 milióna platobných ka-

<sup>79</sup> Objemom poskytnutého vnútrodeného úveru sa myslí hodnota cenných papierov (znížená o zrážku), ktoré NBS prijala od účastníkov ako kolaterál za poskytnutý vnútrodený úver. Ide o maximálny možný limit, do výšky ktorého môžu účastníci vnútrodený úver čerpať. Skutočné čerpanie vnútrodeného úveru sa v súčasnosti štatisticky nesleduje.





riet. K 31. decembru 2008 mohli klienti bánk na území Slovenskej republiky využívať sieť 2 266 bankomatov a 31 722 platobných terminálov. Dynamika rastu počtu bezhotovostných platieb je vyššia v porovnaní s hotovostnými výbermi – počet platieb medziročne rástol o 28 % (nárast o 5 % v prípade hotovostných výberov) a hodnota platieb sa medziročne zvýšila o 23 % (nárast o 11 % v prípade hotovostných výberov).

***Systém zúčtovania cenných papierov CDCP, a.s. bol vyhodnotený ako vyhovujúci štandardom ESCB***

Európska centrálna banka (ECB) sa v súvislosti s prijatím jednotnej meny euro v Slovenskej republike obrátila na Národnú banku Slovenska s požiadavkou vykonať hodnotenie systémov vyrovnania cenných papierov (SSS) oproti štandardom pre ich použitie v úverových operáciách Európskeho systému centrálnych bánk („Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“). ECB stanovila formálny postup na zabezpečenie vykonania tohto hodnotenia, v ktorom mala Národná banka Slovenska funkciu koordinátora vo vzťahu k domácim systémom vyrovnania cenných papierov i v pozícii prvého hodnotiteľa. Funkciu druhého hodnotiteľa zastávala Banca d’Italia. Finálna hod-

notiaca správa bola vypracovaná zo strany ECB v decembri 2008. Predmetom hodnotenia v rámci Slovenskej republiky bol Centrálny depozitár cenných papierov (CDCP), ktorý bol vyhodnotený ako „vyhovujúci“ štandardom na jeho použitie v úverových operáciách centrálnych bánk Eurosystemu a zároveň je vedený v zozname akceptovateľných systémov vyrovnania cenných papierov pre úverové operácie v Eurosysteme. Zároveň ECB zaslala CDCP niekoľko odporúčaní.

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

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





NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

Č A Š Ť C

# PRÍLOHY

C





# REGIONÁLNA DOSTUPNOSŤ BÝVANIA, ÚVERY, ROZOSTAVANOSŤ A CENY BYTOV



# 1 REGIONÁLNA DOSTUPNOSŤ BÝVANIA, ÚVERY, ROZOSTAVANOSŤ A CENY BYTOV

Ceny bytov<sup>80</sup> na Slovensku v regionálnom priereze sa výrazne líšia svojou úrovňou. Tieto rozdiely pretrvávajú po celé obdobie od roku 2002, odkedy existuje sústavné štatistické zisťovanie cien bytov. Relatívna úroveň regionálnych cien (voči priemeru za Slovensko) bola pritom pomerne ustálená, hoci samotná (absolútna) úroveň cien vzrástla dvaaplnásobne.

Ceny bytov v Bratislave približne o 35 % prevyšujú celoslovenský priemer a ceny bytov v krajoch sa pohybujú okolo 60% úrovne priemeru za Slovensko, avšak aj medzi kraji sú zreteľné rozdiely – relatívna úroveň cien sa tu pohybuje medzi 0,4 až 0,8 priemeru za SR.

V príspevku budeme analyzovať niektoré faktory, ktoré mali v uvedenom období vplyv na regionálnu úroveň cien bytov a cenové relácie v regionálnom priereze. Najprv pomocou indikátorov charakterizujeme dostupnosť kúpy bytu z príjmu a miezd, posúdime úlohu životných nákladov na regionálnu dostupnosť bývania a upozorníme na možný vplyv úveru a rozostavanosti na ceny bytov. Položíme si otázku:

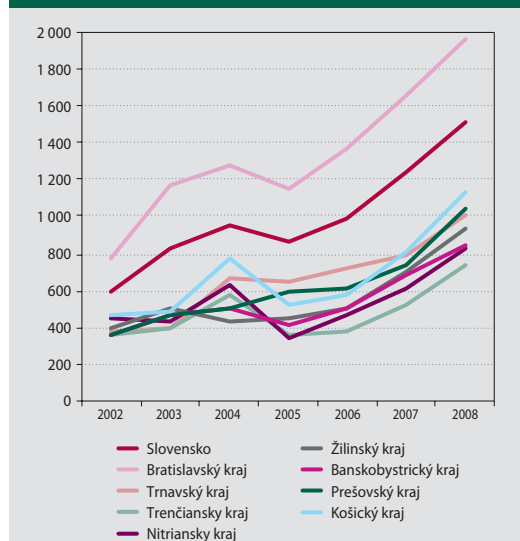
- Sú rozdiely v cenách bytov, najmä medzi Bratislavou a ostatnými regiónmi Slovenska naozaj také veľké, že byty v Bratislave sa stávajú nedostupné? Akú úlohu hrali v dostupnosti bytov rozdielne príjmy, mzdy a náklady domácností? Ako sa na dostupnosti bytov podieľalo čerpanie úverov?
- Je možné, že úvery obyvateľom mali vplyv na ceny bytov a prispeli tak k vysokým cenám bytov (a, spätne, k vysokému objemu úverov samotných)?
- Ako sa na vývoji cien podieľali jednotlivé zložky ponuky bytov? Aký vplyv mali na ceny bytov zmeny v zásobe rozostavaných bytov?

Vybrané hypotézy otestujeme pomocou jednoduchých (regresných) modelov pre ceny bytov.

## 1.1 EKONOMICKÁ ÚROVEŇ A CENY BYTOV

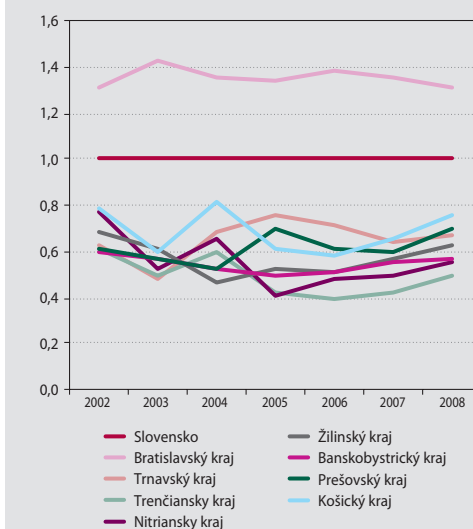
Ako sme uviedli v predošlých správach o finančnej stabilite, základný faktor, ktorý určuje cenu bytov na Slovensku a regionálne rozdiely v cenách bytov je ekonomická úroveň, vyjadrená

Graf 90 Ceny bytov, kraje SR (EUR/m<sup>2</sup>)



Zdroj: NARKS, NBS.

Graf 91 Relácie v cenách bytov, kraje SR (SR = 1)



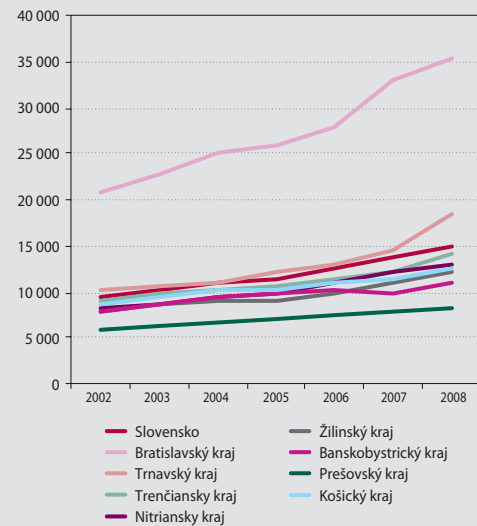
Zdroj: Výpočty NBS.

<sup>80</sup> NARKS v spolupráci s NBS pravidelne publikuje priemerné ponukové ceny na realitnom trhu, v súčasnosti vyjadrené v eurách za m<sup>2</sup>. Metodiku podrobnejšie charakterizuje príspevok: Cár, M.: Sledovanie cien nehnuteľností určených na bývanie na Slovensku. Biatec, ročník 14, č. 1/2006.



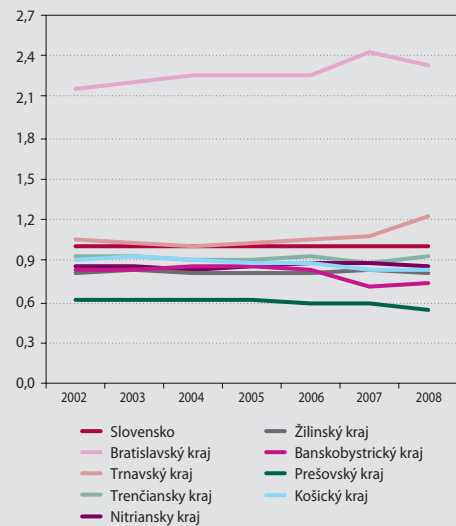


**Graf 92 Regionálna ekonomická úroveň (HDP na obyvateľa v PPS)**



Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 93 Relatívna regionálna ekonomická úroveň (HDP na obyvateľa v PPS, SR = 1)**



Zdroj: Výpočty NBS.

pomocou HDP na obyvateľa v PPS. Výrazne rozdielna je ekonomická úroveň Bratislavy, kde HDP na obyvateľa dosahuje 2,5 násobok priemeru za SR. Veľké rozdiely v štatisticky vykázanom HDP na obyvateľa (v PPS) však sú aj medzi ostatnými krajinami – kým v Trnavskom kraji bola jeho úroveň v sledovanom období (2000–2006) vyššia ako priemerná, v Prešovskom kraji len mierne prevyšovala polovicu úrovne priemeru.

Uvedené regionálne rozdiely v cenách bytov na jednej strane a veľké rozdiely v ekonomickej úrovni krajov navzájom súvisia, ako vyplýva z odhadu modelu diferenciacie cien bytov.<sup>81</sup> Z modelu vyplýva, že ekonomická úroveň – jej regionálne rozdiely a jej zmeny v čase – boli určitým faktorom zmeny cien bytov v regiónoch Slovenska v období od r. 2002 do r. 2006. Príslušná elasticita bola zrejme nižšia ako 1 a, navyše, závisí od špecifikácie modelu.

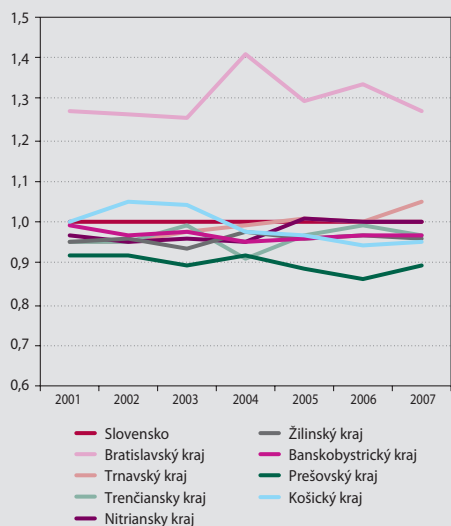
Ak predpokladáme, že rozdiely v cene bytov súvisia výlučne s rozdielmi v ekonomickej úrovni (v čase), potom elasticita ceny na ekonomickú úroveň nadobúda hodnotu približne 0,8 a nelíši sa významne medzi krajinami – v každom kraji sa zvýšenie ekonomickej úrovne o 1 % prejavilo rastom ceny bytov o 0,8 %. Toto zvýšenie ceny však bolo, samozrejme, absolútne menšie v krajinách, ktoré mali nízke ceny bytov.

Ak predpokladáme, že rozdiely súviseli aj so špecifickými okolnosťami príslušného obdobia, potom odhadnutá elasticita ceny na ekonomickú úroveň je menšia, približne 0,45. Tie zmeny cien bytov, ktoré predošlý model pripisuje výlučne zmenám ekonomickej úrovne, tento model pripisuje aj špecifickým okolnostiam jednotlivých období. Z tohto odhadu vyplýva, že ceny bytov boli na začiatku (2002) podhodnotené a v roku 2004 (v roku vstupu Slovenska do EÚ nadhodnotené). K „prestreleniu“ cien na trhu pravdepodobne došlo aj v súvislosti so vstupom Slovenska do eurozóny.

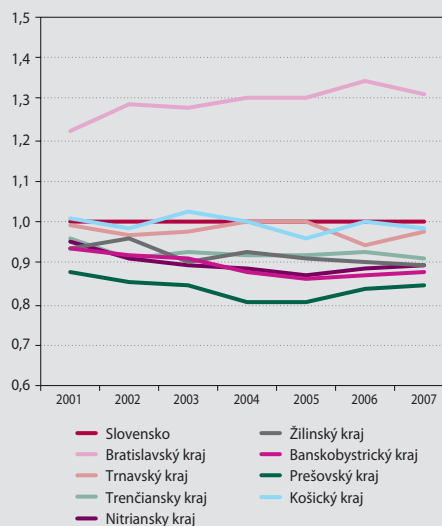
V skutočnosti z dostupných údajov zatiaľ nevieme veľkosť elasticity určiť presnejšie, keďže uvedené obdobie sa vyznačovalo významnými nestabilitami na trhu s bytmi, spôsobenými veľkými štrukturálnymi zmenami v ekonomike (akcelerácia hypotekárneho financovania, vstup do EÚ, smerovanie do eurozóny...) a na trhu, a v ekonomike vôbec, pôsobili efekty „dobiehania“.

Predbežne usudzujeme, že elasticita cien bytov na ekonomickú úroveň bola v dôsledku nestability trhu menšia ako 1. Pravdepodobne sa jej hodnota nelíši významne medzi krajinami. Predpokladáme, že až s postupom času, keď nestabilné obdobia na trhu budú mať relatívne menšiu váhu, bude možné uvedené elasticity cien bytov

81 Použili sme panelovú regresiu, v ktorej sme vyjadřili náhodné efekty v čase a v regionálnom priereze.

**Graf 94 Regionálne rozdiely v čistom príjme na člena domácnosti (SR = 1)**


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

**Graf 95 Regionálne rozdiely v čistej mzde (SR = 1)**


Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

na ekonomickú úroveň odhadnúť presnejšie. Očakávame, že budú bližšie k 1.

## 1.2 DOSTUPNOSŤ BÝVANIA Z HĽADISKA PRÍJMU DOMÁCNOSTÍ

Rozdielna ekonomická úroveň krajov sa premieta do miezd a príjmov domácností. Príslušné relácie čistého mesačného príjmu na člena domácnosti voči priemeru Slovenska sa pohybujú medzi 0,9 (Prešovský kraj) až po 1,4. Po vstupe Slovenska do EÚ sa rozdiely zmenšujú. Priemerný čistý mesačný príjem za kraj však zahrnuje všetky domácnosti, aj tie, ktoré zrejme problém bývania majú vyriešený, alebo ho už neriešia. Kúpa bytu je typická v skupine domácností, ktoré sú ekonomicky aktívne a teda, ktorých príjmovú situáciu určuje (čistá) mzda. Regionálne rozdiely podľa tohto ukazovateľa sú o niečo väčšie a pohybujú sa v pásme od 0,8 do 1,4. Grafy 94 a 95 vyjadrujú regionálne príjmové a mzdové rozdiely.

Pri hodnotení dostupnosti bývania sa využíva tzv. ukazovateľ dostupnosti bývania (affordability). Je definovaný napríklad ako počet rokov, ktoré potrebuje domácnosť na to, aby zo svojho (čistého) príjmu kúpila byt. Na určenie tohto ukazovateľa je vhodné definovať „štandardizovanú situáciu“. Za takú budeme považovať kúpu „štartovacie-

ho“ bytu bezdetnými manželmi z priemerného príjmu alebo priemernej mzdy. Štartovacím bytom budeme rozumieť byt priemernej kvality (za priemernú cenu za m<sup>2</sup>) o veľkosti 50 m<sup>2</sup>.

Príslušný ukazovateľ je teda definovaný nasledovným vzťahom:

$$\text{dostupnosť bývania} = \frac{50 * \text{cena za m}^2}{2 * \text{príjem} * 12}$$

kde *cena za m<sup>2</sup>* je cena za meter štvorcový bytovej plochy na trhu a *príjem* je príslušný ukazovateľ priemerného mesačného príjmu na obyvateľa v kraji (čistý mesačný príjem na člena domácnosti, alebo čistá mesačná mzda na jedného pracovníka).

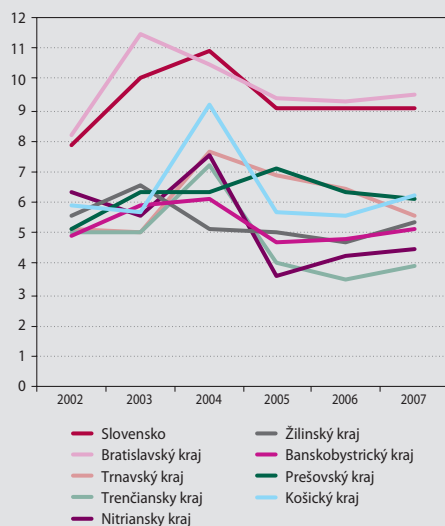
V grafoch 96 a 97 je zobrazený vývoj ukazovateľa dostupnosti bývania v regiónoch Slovenska. Na osi Y je hodnota ukazovateľa – počet rokov, potrebných na kúpu štartovacieho bytu manželským párom z ich (priemerného) príjmu (mzdy).

Z grafov vyplýva, že byty v Bratislave sú podstatne menej dostupné ako byty v ostatných krajoch Slovenska. Kým na získanie (priemerného štartovacieho) bytu z priemerného príjmu v Bratislave bolo treba v roku 2007 zaplatiť približne



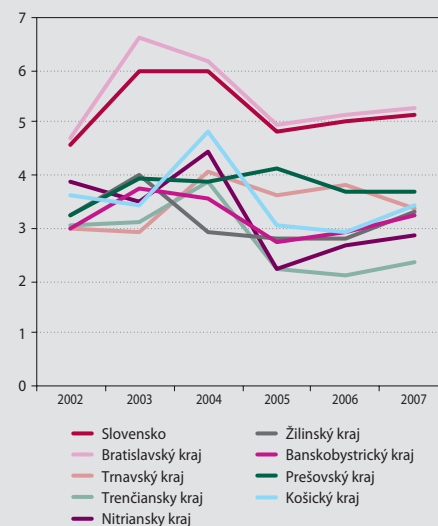
## REGIONÁLNA DOSTUPNOSŤ BÝVANIA

**Graf 96 Dostupnosť bytu z príjmu domácnosti (počet rokov na kúpu bytu)**



Zdroj: Výpočty NBS.

**Graf 97 Dostupnosť bytu zo mzdy manželov (počet rokov na kúpu bytu)**



Zdroj: Výpočty NBS.

10-ročný priemerný čistý príjem manželského páru, na kúpu priemerného štartovacieho bytu mimo Bratislavy na to stačil priemerný 4-ročný až 6-ročný príjem. Realistickejšia úvaha hovorí, že kým v Bratislave na kúpu priemerného štartovacieho bytu bolo treba v roku 2007 použiť 5-ročnú čistú (priemernú) mzdu manželov, v ostatných krajoch Slovenska na to stačila 2,5 až 4-ročná mzda.

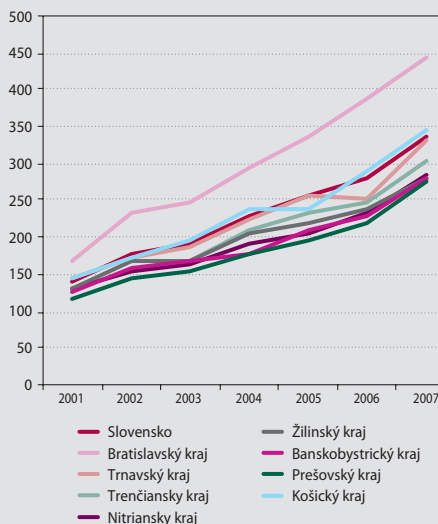
Nasledujúci graf 98 zobrazuje regionálne rozdiely v úrovni miezd upravených o (priemerné) výdavky a vývoj modifikovaného ukazovateľa dostupnosti bytu, určeného zo mzdy zamestnaného manželského páru. Vyplýva z neho, že pri značných rozdieloch v mzdách, sú aj rozdiely vo voľných zdrojoch domácností veľké – domácnosti mimo Bratislavy majú podstatne rozdielny

### 1.3 JE BÝVANIE DOSTUPNEJŠIE MIMO BRATISLAVY?

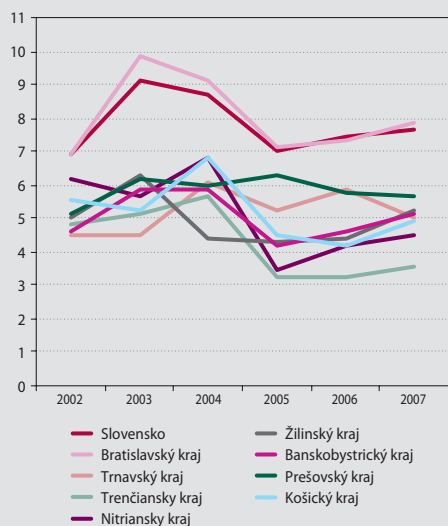
V uvedenom výpočte dostupnosti kúpy bytu z príjmu sme nebrali do úvahy životné náklady. Kým rozdiely v (priemernom) príjme medzi kraji sú veľké, rozdiely vo výdavkoch sú podstatne menšie. Aby sme mohli určiť dostupnosť kúpy bytu v regionálnom priereze zo zdrojov domácnosti upravených o nevyhnutné ostatné výdavky, musíme prijať predpoklad o nevyhnutných výdavkoch. Za nevyhnutné budeme považovať výdavky v objeme 60% skutočných výdavkov. Modifikovaný ukazovateľ dostupnosti bývania sa určí podľa vzťahu pre dostupnosť bývania, kde za príjem dosadíme upravený príjem :

$$\text{upravený príjem} = \text{príjem} - 0,6 * \text{celkové výdavky}$$

**Graf 98 Voľné zdroje obyvateľstva (mzda mínus nevyhnutné výdavky, EUR)**



Zdroj: Výpočty NBS.

**Graf 99 Dostupnosť bytu z upravenej mzdy manželov (počet rokov na kúpu bytu)**


Zdroj: Výpočty NBS.

– menší – objem voľných zdrojov, a teda aj zdrojov na kúpu bytu.

Kvôli presnosti poznamenajme, že domácnosti, o ktorých tu hovoríme, sú tzv. priemerné domácnosti v jednotlivých krajoch s priemerným príjmom (mzdou). Ide o teoretickú konštrukciu, ktorá nám umožňuje porovnávať rozdiely medzi kraji navzájom.

Z grafu 99 vyplýva, že dostupnosť bytu z upravenej mzdy sa medzi kraji líši výraznejšie ako dostupnosť z pôvodnej (neupravenej) mzdy. Najhoršia situácia je v Bratislave – z priemernej mzdy tam bol v roku 2007 štartovací byt dostupný až za 8 rokov a to aj vtedy, keď manželka znížila svoje výdavky na 60% priemeru výdavkov pre Bratislavu, teda pri relatívne nízkej úrovni nevyhnutných výdavkov. Naopak, dobrá dostupnosť štartovacieho bytu bola v Trenčianskom kraji – štartovací byt tu mohli priemerne zarábajúci pracujúci manželka kúpiť z voľných zdrojov už za 3-4 roky. V ostatných krajoch okrem Bratislavy na to potrebovali približne 4-5 rokov. Podotýkame, že ide hypotetickú úvahu – z hľadiska udržateľnosti nízkej úrovne výdavkov.

## 1.4 TLAK ÚVERU NA RAST CIEN BYTOV

Úver plní z hľadiska kúpy bytu dve funkcie. Na jednej strane predstavuje finančnú páku, ktorá umožňuje urýchliť kúpu bytu. Na druhej strane predstavuje zdroj kúpyschopného dopytu, ktorý v prípade nepružnej ponuky zvyšuje nerovnováhu na trhu s bytmi a umožňuje developerom zvyšovať ceny bytov. V krajnom prípade veľkej nerovnováhy – napríklad aj v dôsledku rýchleho rastu objemu úverov, môže rast cien vyvolaný rastom objemu úverov absorbovať významnú časť zdrojov na kúpu bytu a aj poskytnutých úverov. Takáto situácia môže nastať najmä v prípade, že na trhu vznikne tzv. mánia (vzostupná fáza budúceho krízového vývoja), keď rýchlo rastúce ceny bytov zvyšujú preferenciu kúpy (morálny hazard). Keď sa pri kúpe spolu s úverom využívajú aj vlastné zdroje, môže dokonca nastať situácia, že úvery financujú len rast cien bytov.

Situáciu na trhu s bytmi na Slovensku si ozrejníme v zjednodušenej podobe na modeli, ktorý uvádzame v nasledujúcom textovom rámečku.

Na trhu s bytmi je ponuka tvorená starými bytmi a novými bytmi. Na financovanie kúpy sa používa nejaká časť prostriedkov z predaja starých bytov, úver a vlastné zdroje. Ponuka nových bytov je nepružná, ponuka starých bytov reaguje na ceny dopytu.

Podmienka rovnováhy:

$$s * VS + úver + VZ = (Ns + Nn) * pd$$

$$Ns * k * pn + Nn * pn = (Ns + Nn) * ps$$

kde

*s* je podiel výnosu z predaja starých bytov reinvestovaného do kúpy bytu

*k* je pomer ceny starého bytu k cene nového bytu

*VS* výnos z predaja starých bytov

*VZ* je objem ostatných vlastných zdrojov (okrem reinvestovaného príjmu *s \* VS*)

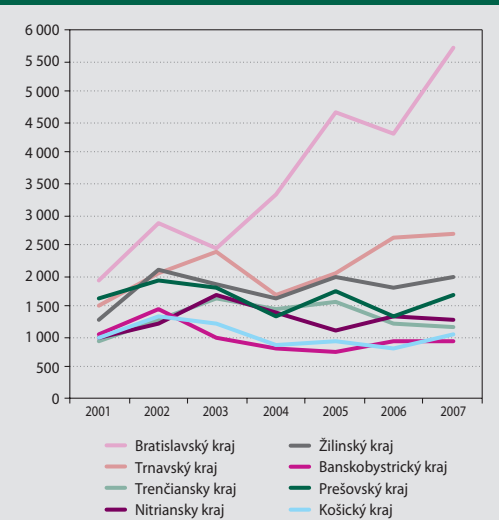
*Ns, Nn* je počet starých a nových bytov v ponuke

*pd* je cena určená dopytom, ponúkaná záujemcami o kúpu bytu

*ps, pn* sú ceny starých, resp. nových bytov požadované predávajúcimi

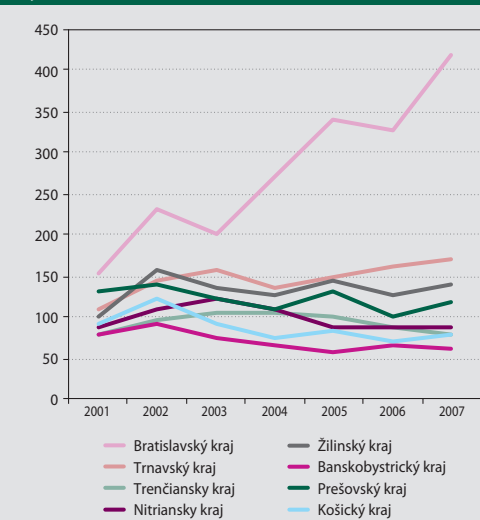


**Graf 100 Počet dokončených bytov v danom roku**



Zdroj: ŠÚ SR.

**Graf 101 Podlahová plocha dokončených bytov (tis. m<sup>2</sup>)**



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

V prípade nadmerného čerpania (poskytovania) úveru sa rovnováha dosahuje:

- vyššou cenou nových (a úmerne aj starých) bytov, vyššou infláciou
- zmenšením medzery medzi cenou starých a nových bytov (vyššieho koeficientu  $k$ ) a vyššej inflácie
- menším použitím vlastných zdrojov ( $s * VS + VZ$ ), prispôbením dopytu – čo spôsobí tlmenie inflačného tlaku z nadmerného použitia úveru rozhodnutím na strane dopytu
- väčšou ponukou starých bytov (tlmenia inflačného tlaku z nadmerného úveru reakciou ponuky) ako reakciou na vyššiu cenu (starých) bytov (vyššej inflácie).

V situácii, keď na trhu vládne nákupná horúčka, rýchly rast cien upevňuje pozitívnu spätnú väzbu. Tým nielenže vyvoláva dopyt po úveroch, ale zdanlivo opodstatňuje rast ponuky úverov, pretože zvyšuje hodnotu kolaterálu, podnecuje zapojenie ďalších vlastných zdrojov a znižuje ponuku starých bytov v očakávaní vyšších cien. Pôsobí tak inflačne.

Jeden zo signálov tlaku úveru na ceny bytov poskytuje porovnanie objemu poskytnutého úveru s veľkosťou novej bytovej plochy.

Údaje v regionálnom priereze nám neumožňujú detailnú a dôslednú analýzu úlohy úveru na kúpu bytu, keďže máme v regionálnom priereze k dispozícii len údaje o celkovom objeme úverov poskytnutých obyvateľstvu (nielen na kúpu bytu). Aj s touto výhradou však môžeme skonštruovať ukazovateľ tlaku úveru na ceny bytov:

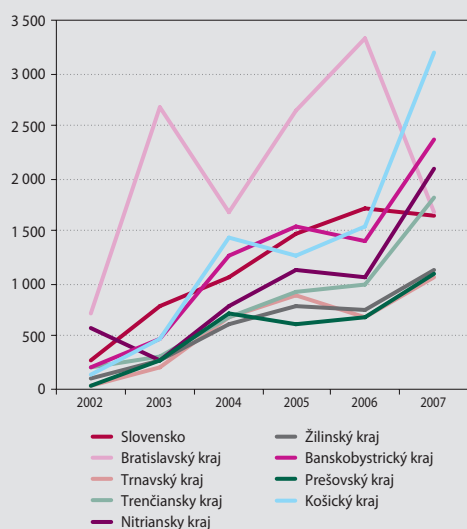
$$\text{úver na m}^2 \text{ nového bytu} = \frac{\text{objem úveru obyvateľstvu}}{(\text{počet dokončených bytov} * \text{priemerná plocha dokončených bytov})}$$

Úver na m<sup>2</sup> nového bytu predstavuje cenu (časť ceny) za m<sup>2</sup> dokončených bytov, ktorú možno zaplatiť z novoposkytného úveru. Pomer k priemernej cene bytovej plochy na trhu môže slúžiť ako indikátor tlaku na ceny zo strany poskytnutých úverov.

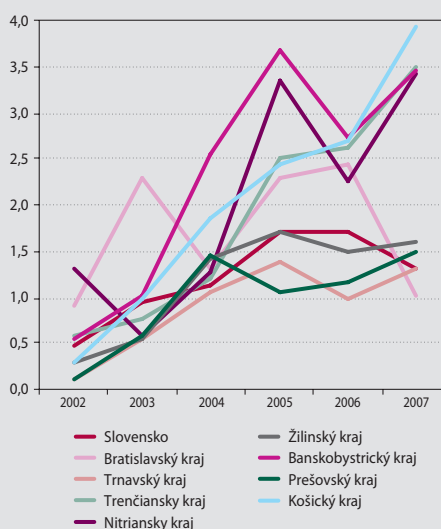
$$\text{tlak úveru na cenu bytov} = \frac{\text{úver na m}^2 \text{ nového bytu}}{\text{cena za m}^2 \text{ bytovej plochy}}$$

Graf 102 dokumentuje vývoj uvedených indikátorov v regionálnom priereze.

Úver na m<sup>2</sup> nového bytu (graf 102) bol jasne najvyšší v Bratislave, kde v roku 2006 presiahol 3000 €/m<sup>2</sup>. V ostatných krajoch sa ku koncu obdobia pohyboval v pásme medzi 1000 a 1500 €/m<sup>2</sup>, len v roku 2007 výrazne vzrástol v Košic-

**Graf 102 Úver na m<sup>2</sup> nového bytu (EUR/m<sup>2</sup>)**


Zdroj: Výpočty NBS.

**Graf 103 Indikátor tlaku úveru obyvateľstvu na ceny bytov**


Zdroj: Výpočty NBS.

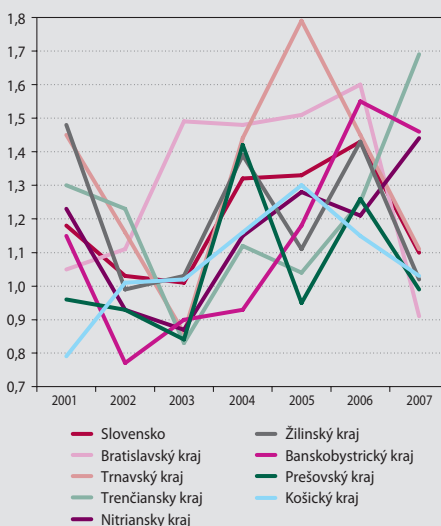
kom, Banskobystrickom a Nitrianskom kraji. Celkove za Slovensko úver na m<sup>2</sup> nového bytu rástol z hodnoty približne 300 €/m<sup>2</sup> na približne 1700 €/m<sup>2</sup>.

Porovnanie s cenou bytovej plochy však hodnotenie zmení. Košický, Banskobystrický a Nitriansky kraj majú index tlaku úveru na ceny najvyšší a v priebehu sledovaného obdobia v nich tento index aj rástol najrýchlejšie – z úrovne okolo 0,5 na hodnotu viac ako 3,5 (2007). Podrobnejší pohľad na situáciu v krajoch ukazuje, že objem poskytnutých úverov v uvedených krajoch rýchlo rástol, hoci podlahová plocha dokončených bytov klesala. Aj keď čerpanie úveru v danom kraji nie je možné stotožniť s jeho použitím v tomto kraji (navyše, ide o celkové úvery, nielen na bývanie), domnievame sa, že uvedené ukazovatele môžu pomôcť identifikovať napätie, ktoré poskytnuté úvery spôsobovali na trhu s bytmi.

## 1.5 SITUÁCIA VO VÝSTAVBE A CENY BYTOV

Dôležitý signál pre ponuku (výstavbu nových bytov) a pre dopyt (poskytovanie úverov na bývanie) dáva situácia na trhu s bytmi (tempo dokončovania, pomer medzi počtom začatých a dokončených bytov, vývoj rozostavanosti a pod.).

Keď sa z tohto hľadiska pozrieme na trh s bytmi na Slovensku, z vývoja tempa výstavby a rozostavanosti sa dá usúdiť, že trh prešiel jednou fázou cyklu. Svedčí o tom vývoj pomeru medzi počtom začatých a dokončených bytov a pomer medzi počtom rozostavaných bytov na konci predchádzajúceho roku a počtom bytov dokončených v danom roku (*miera rozostavanosti*).

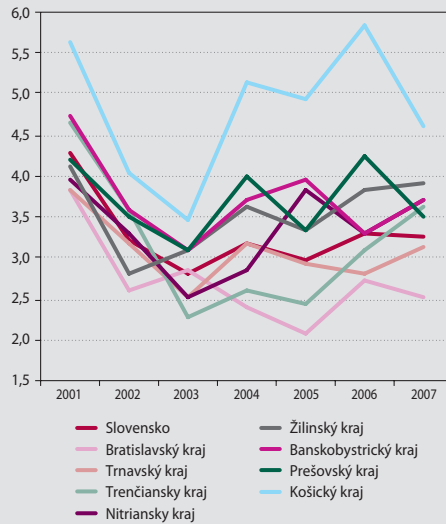
**Graf 104 Obrat vo výstavbe bytov (začaté/dokončené byty)**


Zdroj: Výpočty NBS.





**Graf 105 Miera rozostavanosti  
(rozostavané/dokončené byty)**



Zdroj: Výpočty NBS.

Grafy 104 a 105 dokumentujú vývoj v sledovanom období.

Z grafu 104 vyplýva, že po prechodnej kríze v roku 2002 sa výstavba bytov zrýchlila – začínanie výstavby bolo výrazne intenzívnejšie ako dokončovanie. Ku koncu sledovaného obdobia sa (najmä v Bratislave) začínanie výstavby v pomere k dokončovaniu spomalilo. Tento cyklický vývoj potvrdzuje aj graf 105. Miera rozostavanosti najprv (v roku 2002) klesla, byty sa prevažne dokončovali. Následná konjunktúra vo väčšine krajov zvýšila zásobu nedokončenej výstavby v dôsledku nedostatočných kapacít, a to na 3 – 4 roky. Výnimku predstavovala Bratislava, kde (pravdepodobne aj v dôsledku presunu kapacít z iných krajov, vyšších cien bytov, drahších stavebných prác a pod.) sa darilo udržiavať mieru rozostavanosti v intervale 2 – 3 roky.

## 1.6 POZNATKY Z REGRESNEJ ANALÝZY

Na základe horeuvedených úvah a indikátorov sme s pomocou panelovej regresie odhadli niektoré varianty modelov pre ceny bytov (bytovej plochy).

Prezentovať budeme len výsledky jedného variantu:<sup>82</sup>

$$\begin{aligned} \log(\text{cena za m}^2 \text{ bytovej plochy}) &= 2,84 \\ &+ 0,46 * \log(\text{ekonomická úroveň}) \\ &+ 0,08 * \log(\text{úver na m}^2 \text{ nového bytu}) \\ &- 0,23 * \log(\text{miera rozostavanosti}) \\ &+ 0,16 \quad (\text{pre byt v BA}) \\ &- 0,01 \quad (\text{pre byt v TT}) \\ &- 0,11 \quad (\text{pre byt v NR}) \\ &- 0,23 \quad (\text{pre byt v TN}) \\ &- 0,04 \quad (\text{pre byt v ZA}) \\ &- 0,08 \quad (\text{pre byt v BB}) \\ &+ 0,18 \quad (\text{pre byt v PO}) \\ &+ 0,11 \quad (\text{pre byt v KE}) \end{aligned}$$

Cena za m<sup>2</sup> bytovej plochy v eurách podľa tohto modelu závisí predovšetkým od ekonomickej úrovne (v danom kraji v danom období). Príslušná elasticita je približne 0,5.

Na cenu bytu vplývali tiež poskytnuté úvery. Vyšší úver v relácii k celkovej ploche novej výstavby (cena za m<sup>2</sup> nových bytov zaplatená poskytnutými úvermi) zvyšoval priemernú cenu za m<sup>2</sup> bytov spolu. Príslušná elasticita je približne 0,1.<sup>83</sup> S vedomím ohraničenej presnosti tohto odhadu, (len na interpretáciu výsledku) môžeme konštatovať, že akcelerácia poskytovania úverov medzi rokmi 2002 a 2006 prispela k zvýšeniu ceny bytov (spolu) o približne 15 %. Nejde však o jednostrannú príčinnú súvislosť. Model vysvetľuje, ako vplývali poskytnuté úvery na ceny. Ako sme však uviedli, vyššie ceny – spôsobené aj inými skutočnosťami – sú príčinou vyššieho dopytu po úveroch a zvyšujú cenu bytov ako kolaterálu pri poskytnutí úveru. Ide teda o simultánny vzťah medzi cenami bytov a objemom poskytnutých úverov.

K rastu cien prispela aj situácia v rozostavanosti. Elasticita ceny bytov na mieru rozostavanosti je záporná, rovná približne -0,25. Zníženie miery rozostavanosti zvýšilo tlak na ceny a v sledovanom období prispelo k ich zvýšeniu o približne 7 %. Zníženie miery rozostavanosti bolo prejavom napatia vo výstavbe a je dôsledkom nedostatočnej ponuky. Celkovo tak z našich odhadov vyplýva, že popri rozhodujúcom faktore – rastúcej ekonomickej úrovni – na ceny bytov u nás pôsobili aj faktory na strane dopytu, najmä rast úverov obyvateľstvu, aj faktory na strane ponuky, najmä nedostatočná ponuka bytov. Spolu v sledovanom období (2001 – 2007) prispeli k zvýšeniu cien bytov o približne 20 – 25 %.

82 Odhad metódou Swamy a Aroa, náhodné prierezové efekty. Parametre (elasticity) sú štatisticky významné na 10%-nej hladine významnosti, R2 = 0,65, DW = 1,94.

83 Opäť pripomínáme, že v našom modeli sa úverom rozumie akýkoľvek úver obyvateľstvu – nielen úver na bývanie. Ak by sme v modeli namiesto úveru obyvateľstvu spolu vyjadřili vplyv úveru na bývanie, bola by zrejme príslušná elasticita vyššia.





## ZÁVER

Získané výsledky nám umožňujú dať na otázky položené v úvode nasledujúce odpovede:

- ceny bytov v Bratislavskom kraji sa výrazne odlišujú od cien bytov v ostatných krajoch Slovenska. Napriek tomu, že príjmy a mzdy sú v Bratislavskom kraji tiež výrazne vyššie, je priemerne drahý štartovací byt z priemerného príjmu v Bratislavskom kraji menej dostupný ako v ostatných krajoch Slovenska;
- úvery hrali pri financovaní kúpy bytov podstatnú úlohu. Rýchly rast ich objemu prispel k rastu cien bytov, pričom tento vplyv sme odhadli na približne 15% za obdobie rokov 2002-2006. Identifikovanie príčinnej súvislosti medzi rastom objemu úverov a rastom cien by si však vyžadovalo vyjadrenie vzájomného vzťahu medzi cenami bytov a objemom čerpaných úverov – vyššie ceny bytov zvyšovali dopyt po úveroch a hodnotu bytu ako kolaterálu pri poskytnutí úveru;
- ohraničená, nepružná ponuka nových bytov a oneskorená reakcia výstavby na zmeny konjunktúrneho cyklu spôsobujú zmeny miery rozostavanosti. Z našich analýz vyplýva, že

pokles miery rozostavanosti spojený s nedostatočnou ponukou vytváral tlak na rast cien bytov (v období rokov 2001 – 2007 prispel k zvýšeniu cien bytov o približne 7%).

Možno očakávať, že krízou vyvolané ochladenie na trhu s bytmi bude *aktuálne* pôsobiť na ceny bytov v smere poklesu. Pokles ekonomickej úrovne, zníženie objemu poskytnutých úverov a zhoršený obrat pri predaji bytov v období trvania krízy prechodne stlačia ceny bytov nadol. V niektorých segmentoch bytového trhu bude pokles výrazný.

Napriek tomu sa dá očakávať, že ceny bytov spolu budú v *dlhom období* rásť, aj keď pomalšie, ako v minulosti. Základom rastu bude dobiehanie ekonomickej úrovne vyspelých krajín eurozóny, jej rast na Slovensku. Rozdielny však môže byť vývoj v jednotlivých segmentoch bytového trhu. Trh bude naďalej ovplyvňovať ponuka novej výstavby, jej ceny. Nedostatočná alebo drahá ponuka nových bytov zvýši tlak na ceny starých bytov. Na pokles cien bytov, najmä starých, bude naopak pôsobiť rast ponuky bytov z čias masívnej výstavby v 60. a 80. rokoch minulého storočia.





# VÝVOJ A CHARAKTERISTIKY MEDZINÁRODNEJ FINANČNEJ INTEGRÁCIE SLOVENSKA





## 2 VÝVOJ A CHARAKTERISTIKY MEDZINÁRODNEJ FINANČNEJ INTEGRÁCIE SLOVENSKA

Pre vývoj slovenskej ekonomiky od začiatku transformácie sú charakteristické významné zmeny v jej ekonomickej štruktúre i medzinárodných obchodných vzťahoch súvisiace s rozhodnutím integrovať sa do prostredia EÚ. Liberalizácia kapitálových tokov v 90. rokoch formovala v súčasnosti dosiahnutú úroveň finančnej otvorenosti slovenskej ekonomiky. Prílev zahraničného kapitálu financoval investície a napomáhal dosahovať vysoké tempá rastu. Dialo sa tak v súlade s teóriou alokácie kapitálu do rozvíjajúcich sa ekonomík, ktoré majú nedostatok domácich úspor potrebných na financovanie investícií, ktoré musia vytvárať základ pre rast potenciálu ekonomiky, schopnej generovať relatívne vysoké výnosy (v porovnaní s rozvinutými ekonomikami).

Determinantmi prílevu zahraničného kapitálu boli v regióne najmä inštitucionálne záruky v podobe členstva v EÚ, perspektívy očakávaných výnosov, ako aj lacná a kvalifikovaná pracovná sila. Akceleroval sa tak proces konvergencie k ekonomikám Európskej únie, s ktorými bolo potom Slovensko o to viac hospodársky prepojené.

Tento charakter vývoja má však aj menej žiadané dôsledky – krajina sa dostane do pozície dlžníka voči zahraničiu. Výnosy z investícií plynú do zahraničia (v podobe splátok dlhovej služby, či dividend), čo sa prejavuje v raste deficitu bežného účtu prostredníctvom bilancie výnosov. Rozsiahle pohyby kapitálu môžu predstavovať riziko, keďže sa môžu nečakane zastaviť, otočiť, s negatívnymi dôsledkami pre rast. Udržanie vonkajšej rovnováhy (externej finančnej pozície) je preto úzko prepojené s vývojom bilancie tovarov a služieb.

Z hľadiska udržania finančnej stability krajiny je podstatná štruktúra a ďalšie charakteristiky kapitálových tokov, ktoré v prípade neistého a volatilného vývoja globálnej ekonomiky, aký je v súčasnosti, podmieňujú odolnosť voči finančným šokom.

V tomto príspevku sa zameriame na niektoré aspekty medzinárodnej finančnej integrácie Slovenska, tak ako ju zachytávajú údaje o rozsahu finančných tokov medzi domácou ekonomikou a zahraničím – medzinárodnej investičnej pozícii krajiny (MIP). Naznačíme, aký bol vývoj MIP v čase, dôsledky pre vývoj vonkajšej rovnováhy a zmeny, ktoré prináša vstup do eurozóny.

### 2.1 MEDZINÁRODNÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA A JEJ VÝZNAM Z HĽADISKA FINANČNEJ STABILITY

Liberalizácia kapitálových tokov neznamená len prínosy v podobe zlepšenia alokácie zdrojov, diverzifikácie rizík a zníženia intertemporálnych rozpočtových obmedzení. Kapitálové toky majú následky pre finančnú stabilitu krajiny, ako naznačili finančné krízy v 90. rokoch minulého storočia, najmä v ázijských a latinskoamerických rozvíjajúcich sa ekonomikách. Problémy týchto ekonomik boli znásobené destabilizujúcim, prudkým otočením zahraničných finančných tokov. Dopady boli zvlášť nepriaznivé pre zadlžené ekonomiky, najmä ak mali prevažne krátkodobé dlhy a domáce finančné trhy boli nízko kapitalizované, ale pomerne otvorené. Faktorom, ktorý hrá úlohu pri vzniku finančných kríz, sú slabé miesta v bilancii ekonomiky alebo jej jednotlivých sektorov voči zahraničiu.

Citlivosť rozvíjajúcich sa ekonomik na zmeny sentimentu na trhoch a nárast averzie investorov voči riziku sú v súčasnosti opäť aktuálne. Krajiny strednej a východnej Európy, ktoré patrili v posledných rokoch k najúspešnejším rozvíjajúcim sa ekonomikám a boli finančnými trhmi priaznivo hodnotené, boli od októbra 2008 zasiahnuté ďalšou vlnou finančnej krízy. Pod tlak sa dostali najmä krajiny (Maďarsko, pobaltské krajiny), v ktorých rastúce zadlžovanie súkromného sektora financované prílevom dlhových zdrojov zo zahraničia začalo vzbudzovať pochybnosti o ich schopnosti splácať svoje dlhy.



**Box 5**

**MEDZINÁRODNÁ INVESTIČNÁ POZÍCIA**

Medzinárodná investičná pozícia predstavuje súvahu zahraničných finančných aktív a pasív ekonomiky voči ostatnému svetu. Údaje investičnej pozície sú sledované na brutto princípe – aktíva a pasíva sú teda samostatne identifikované. Položka zahraničných aktív zahŕňa priame investície v zahraničí, portfóliové investície, ostatné investície (v rozlíšení na majetkové a dlžobné cenné papiere) a rezervné aktíva. Položka zahraničných pasív zahŕňa priame investície vo vykazujúcej ekonomike, portfóliové investície a ostatné investície.

Rozdiel medzi finančnými aktívami a pasívami predstavuje výsledné (netto) saldo investičnej pozície – čistý finančný vzťah krajiny voči nerezidentom, veriteľskú alebo dlžnícku pozíciu.

Údaje sú zostavované v súlade s metodikou podľa 5. vydania Manuálu MMF o zostavovaní platobnej bilancie a sú vykazované v domácej mene. Údaje o stavových veličinách, ktoré sú denominované v cudzej mene, sú konvertované na domácu menu kurzom platným ku koncu obdobia. Vo všeobecnosti sa transakcie a stavy vykazujú v trhových cenách, ak nie je trhová cena k dispozícii, používa sa účtovná hodnota.

Dlhové nástroje	Investičná pozícia	Nedlhové nástroje
Ostatný kapitál	<i>Priame investície</i>	Majetkový kapitál, reinvestovaný zisk
Dlžobné cenné papiere	<i>Portfóliové investície</i>	Majetkové cenné papiere
Obchodné úvery	<i>Ostatné investície</i>	
Pôžičky		
Hotovosť a vklady		
Ostatné aktíva		
	<i>Rezervné aktíva</i>	Rezervné aktíva

**HLAVNÉ NÁSLEDKY VEĽKEJ OTVORENOSTI A FINANCOVANIA ZO ZAHRANIČIA**

Makroekonomické šoky z vonkajšieho prostredia sa môžu rýchlo preniesť do domáceho prostredia. Najvýznamnejšími kanálmi sú

- Štruktúra externej bilancie – pomer, v akom sú zastúpené nedlhové nástroje (ako sú priame zahraničné investície a portfóliové investície) a dlhové nástroje môže ovplyvniť schopnosť krajiny odolať/absorbovať externý šok.
- Úlohu zohráva, či dlhy/závazky sú denominované v domácej alebo cudzej mene. Ekonomika (sektor ekonomiky) s výraznou expozíciou voči cudzím menám je vystavená kurzovým rizikám.
- Časové hľadisko – krajina s krátkodobými záväzkami je vystavená riziku refinancovania, v extrémnom prípade až riziku krízy likvidity.

- Geografická orientácia investorov, v prípade vysokej koncentrácie investorov z jedného regiónu narastá riziko prenosu šokov z externého prostredia.
- Agregátna bilancia môže zakrývať riziká, ktorým sú vystavené jednotlivé sektory, preto je potrebné popri agregátnej bilancii krajiny sledovať aj vývoj bilancií jednotlivých sektorov, najmä vzhľadom na tendencie k poklesu zadĺženia verejného sektora a nárastu zadĺženia súkromného sektora.

Negatívne dopady samozrejme narastajú v prípade vysokej závislosti len od jedného typu externého financovania alebo kombinácie viacerých rizík (napr. krátkodobé financovanie v cudzej mene).

### VÝZNAM EKONOMICKEJ ÚROVNE KRAJINY PRE ZÁVÄZKY VOČI ZAHRAŇIČIU

V posledných dvoch desaťročiach boli na globálnej úrovni zaznamenané významné zmeny v smere zintenzívnenia kapitálových tokov medzi krajinami.<sup>84</sup> Rozvinuté krajiny medzi sebou zvyšovali svoje finančné aktíva najmä vo forme PZI a portfóliových investícií s cieľom diverzifikovať možné investičné riziká (tzv. diverzifikačné financovanie) a časť tokov smerovali do rozvíjajúcich sa krajín, ktoré poskytovali rizikovejšie, ale tým aj výnosnejšie investičné príležitosti (rozvojové financovanie). Odlišná menová štruktúra a štruktúra portfólia medzinárodnej investičnej pozície spôsobuje, že prínosy z medzinárodných finančných vzťahov sú pre rozvojové krajiny obmedzenejšie ako pre vyspelé ekonomiky.

Pre vyspelé ekonomiky je charakteristické, že sú zvyčajne v pozícii netto veriteľa. Ich zahraničné majetkové aktíva sú denominované v cudzej mene (mene hosťovskej krajiny investície), zatiaľ čo svoje záväzky emitujú v domácej mene. V prípade vzniku makroekonomických nerovnováh, ktoré sa prejavia depreciáciou meny, dochádza k rastu hodnoty aktív denominovaných v cudzích menách, pričom hodnota záväzkov (v domácej mene) sa nemení. Depreciácia tak napomáha stabilizovať netto investičnú pozíciu krajiny.

Rozvíjajúce sa ekonomiky sú častejšie v pozícii netto dlžníka. Ich dlhy bývajú denominované v cudzích menách, keďže si nemôžu požívať na zahraničných trhoch v domácej mene. Depreciácia domácej meny znamená v ich prípade rast hodnoty záväzkov (v cudzej mene), čím sa ich netto investičná pozícia zhoršuje. Proces prispôsobovania sa šokom je tak náročnejší.

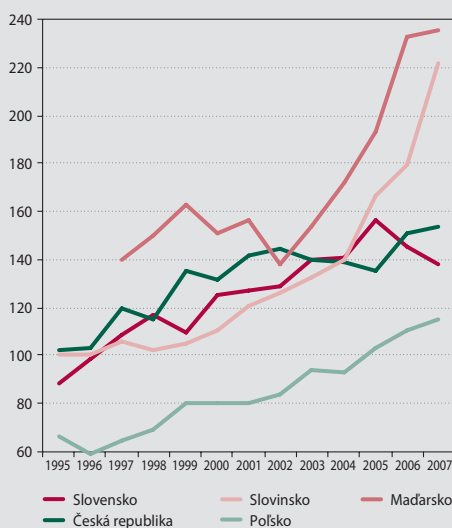
## 2.2 MEDZINÁRODNÁ FINANČNÁ INTEGRÁCIA SR

Liberalizácia kapitálových tokov od 90. rokov minulého storočia formovala v súčasnosti dosiahnutú úroveň finančnej otvorenosti nových členských krajín EÚ. Proces konvergencie – nedostatok domácich zdrojov financovania, potreba rozvojového financovania – a záujem investorov o región viedli krajiny k využitiu rastového modelu, založenému na možnosti financovania zo zahraničných zdrojov. Po dosiahnutí určitého stupňa integrácie a akumulácie kapitálu sa začal

aj v ich prípade rozvoj finančnej aktivity smerom von, z dôvodov diverzifikácie portfólia.

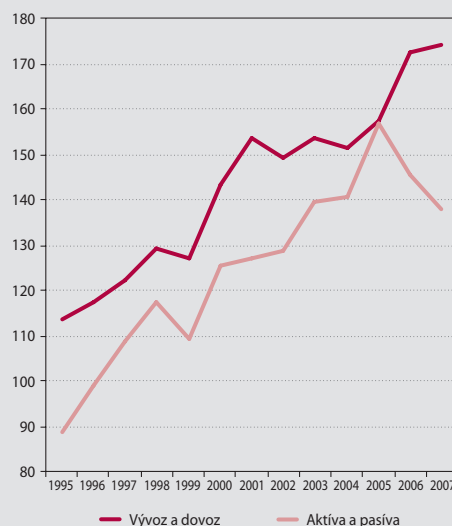
Nové členské krajiny EÚ dosiahli rôznu stupeň finančnej integrácie. V krajinách ako Malta a Cyprus, ktoré majú charakter finančných centier a majú podstatne dlhšie vybudované finančné vzťahy s krajinami EÚ, dosahovala brutto investičná pozícia úroveň 400 – 600% HDP. Krajiny

**Graf 106 Medzinárodná finančná integrácia (aktíva+pasíva/HDP, %)**



Zdroj: NBS, ČNB, NBP, BS, Eurostat.

**Graf 107 Obchodná a finančná integrácia SR (% HDP)**



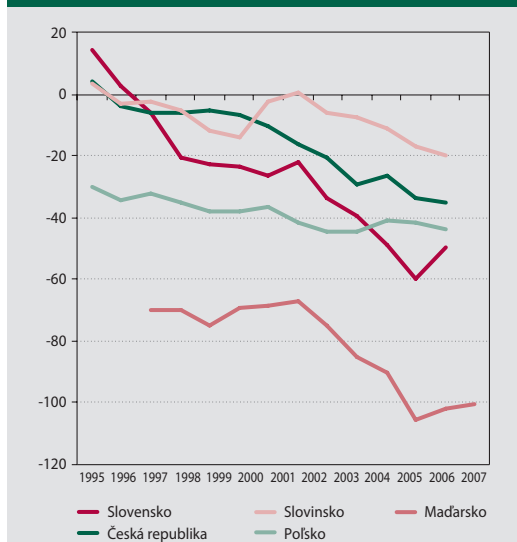
Zdroj: NBS.

<sup>84</sup> Podrobne sa téme venuje napr. práca Lane, Milesi – Ferreti: *The external Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries*, Journal of International Economics, 2001.



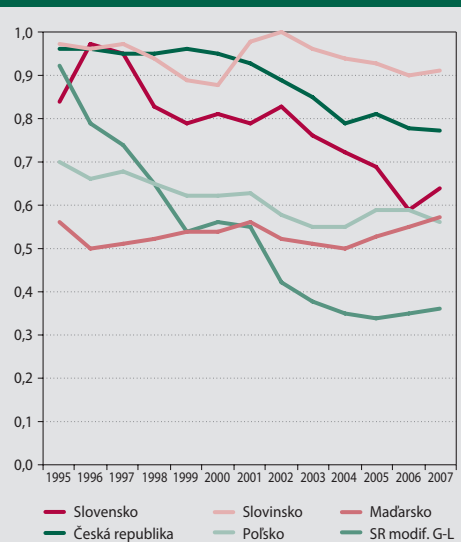


Graf 108 Netto investičná pozícia (% HDP)



Zdroj: NBS, ČNB, NBP, BS, Eurostat.

Graf 109 Grubel-Lloyd index



Zdroj: NBS, ČNB, NBP, BS, Eurostat.

strednej Európy dosiahli v tomto porovnaní nižšiu mieru finančnej integrácie (graf 106). V SR nepresiahla 160% HDP.

Rast finančnej integrácie podporovala aj vysoká otvorenosť slovenskej ekonomiky (meraná podielom vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP). V prípade Slovenska si vlastnicke vzťahy v reálnej ekonomike udržiavali väčší význam, rýchlejšia a rozsiahlejšia bola integrácia prostredníctvom obchodu s tovarmi a službami, než prostredníctvom finančných vzťahov<sup>85</sup> (graf 107).

Netto investičná pozícia (aktíva mínus pasíva v pomere k HDP) je v regióne väčšinou negatívna (graf 108) s tendenciou narastať. SR mala na začiatku 90. rokov pozíciu veriteľa, pomerne rýchlo však prešla do pozície dlžníka, ktorá narastala aj relatívne voči veľkosti ekonomiky.

Akademická literatúra donedávna brala ako fakt, že pre krajiny na stupni vývoja, kde sa nachádzajú nové členské krajiny EÚ, je dlžnícka pozícia pri zvyšovaní finančnej integrácie prirodzený proces, aj keď v prípade niektorých krajín s extrémne vysokou zadlženosťou došlo k otvorenej manifestácii vonkajšej nerovnováhy (pobaltské krajiny, Maďarsko). Finančná kríza však vystavuje model rastu, založený na výraznom externom financovaní

zaťažkávacej skúške a ukazuje potrebu hľadania aj iných variantov. Ostatné správy MMF aj Európskej komisie<sup>86</sup> predpokladajú v roku 2009 prudký pokles prílevu kapitálu do nových členských krajín EÚ (najmä tých najviac zadlžených), čo bude mať za následok pokles negatívnej čistej investičnej pozície.

Posudzovať mieru medzinárodnej finančnej integrácie možno aj iným spôsobom – na základe vývoja Grubel-Lloyd indexu<sup>87</sup> (napr. Obstfeld, 2004).<sup>88</sup> Pomerujeme rozsah netto investičnej pozície s veľkosťou celkových finančných tokov (t. j. hrubej investičnej pozície).

$$1 - |A - L| / (A + L)$$

kde A – aktíva MIP  
L – pasíva MIP

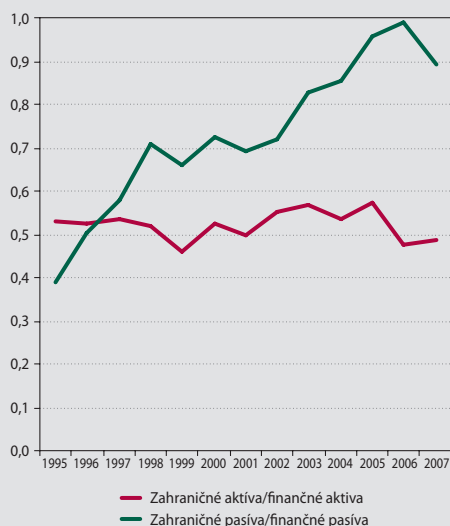
Hodnota indexu sa pohybuje v rozmedzí od 1 (netto pozícia je vyrovnaná a úlohu zohrávajú len celkové, hrubé toky) do 0 (netto pozícia odráža buď výrazné „rozvojové“ alebo „diverzifikačné“ financovanie). V SR bol tento pomer najskôr vyrovnaný, neskôr klesal – odrážal skôr prevažujúcu potrebu financovať bežný účet, než prehlbovanie finančnej integrácie v zmysle prehlbovania diverzifikačného financovania (graf 109).

85 Naopak v prípade finančných centier ako Malta, Cyprus ale aj pobaltských krajín a Maďarska dominovala finančná integrácia obchodnej. Negatívom silného finančného prepojenia sa stáva rýchlejší prenos šokov z globálnych trhov do domácej ekonomiky.

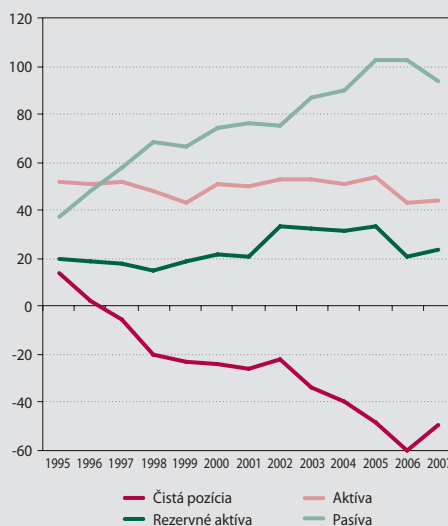
86 MMF: World Economic Outlook, apríl 2009. EK: Spring Forecast, máj 2009.

87 G-L index bol pôvodne vytvorený na meranie rozsahu vnútroodvetvového obchodu. Prenesene sa však možno pozerat' aj na pohyby kapitálových tokov medzi krajinami ako na formu obchodu a merať ich rozsah.

88 Obstfeld, M.: External adjustment, NBER Working Paper, 2004.

**Graf 110 Zahraničné aktíva a pasíva v pomere k finančným aktívam a pasívam (%)**


Zdroj: NBS.

**Graf 111 Netto investičná pozícia SR (% HDP)**


Zdroj: NBS.

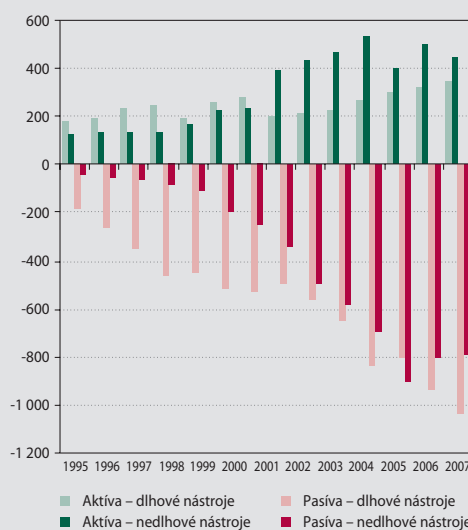
Iným variantom je modifikovaný G-L index<sup>89</sup>, ktorý na strane aktív nezahŕňa oficiálne devízové rezervy, keďže vysoká úroveň devízových rezerv môže „zakryvať“ prípadnú vyššiu dlžnicu pozíciu súkromného sektora. Tak je to aj v prípade SR: vzhľadom na vysoký podiel devízových rezerv v štruktúre aktív podmienený potrebou flexibilnej menovej politiky pri plávajúcom kurzovom režime<sup>90</sup>, modifikovaný G-L index je výrazne nižší, naznačujúci nižšiu mieru finančnej integrácie (graf 109).

Rastúci význam finančných vzťahov so zahraničím, najmä rast záväzkov rezidentov Slovenska voči nerezidentom naznačuje graf 110. Kým zahraničné aktíva sa udržiavali na úrovni 15% finančných aktív, podiel zahraničných pasív na celkových pasívach rástol až k úrovni 30% pasív.

Graf 111 znázorňuje, ako rástli externé aktíva a pasíva od roku 1995 v pomere k veľkosti ekonomiky. Aktíva rástli vcelku proporcionálne s tempom rastu HDP. Výrazný (40 – 60%-ný) podiel na aktívach mali rezervné aktíva (zahraničné finančné aktíva kontrolované menovými autoritami). Zahraničné pasíva rástli rýchlejšim tempom ako HDP. Výsledkom bola rastúca negatívna čistá pozícia v pomere k veľkosti ekonomiky.

### ŠTRUKTÚRA AKTÍV A PASÍV Z HĽADISKA ZASTÚPENIA DLHOVÝCH A NEDLHOVÝCH NÁSTROJOV

Kapitálová štruktúra MIP je významná z toho dôvodu, že v prípade nedlhových – majetkových – tokov môže krajina zdieľať riziká so zahraničnými investormi efektívnejšie. Ziskovosť majetkových

**Graf 112 Dlhové a nedlhové nástroje (mld. Sk)**


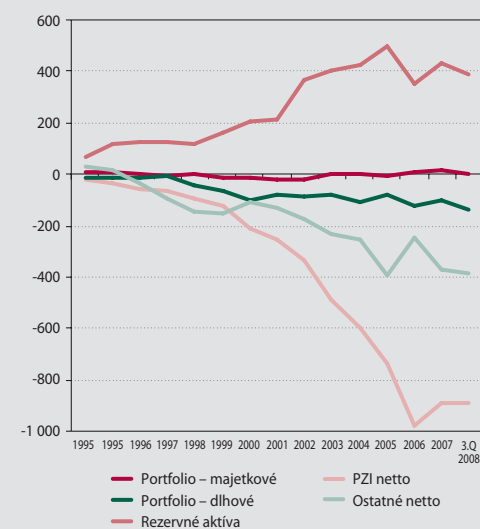
Zdroj: NBS.

89 Obstfeld, M.: External adjustment, NBER Working Paper, 2004.

90 Od roku 2009 možno predpokladať výrazné zblíženie G-L indexu a modifikovaného indexu, vzhľadom na zmenu charakteru menovej politiky NBS po vstupe do eurozóny, ktorá sa formálne prejaví aj poklesom devízových rezerv (odpadá motivácia držať devízové rezervy voči záväzkom denominovaným v eurách).

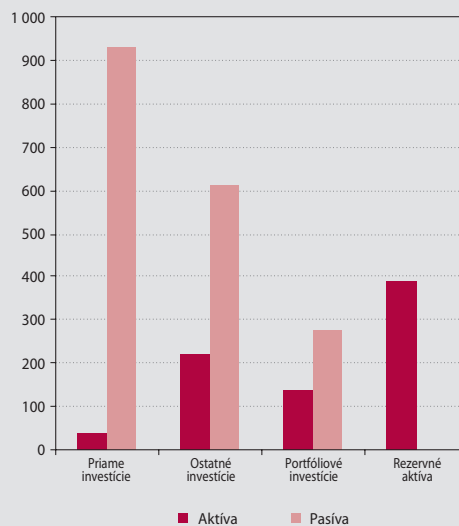


**Graf 113 Netto investičná pozícia (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

**Graf 114 Brutto investičná pozícia, Q3 2008 (mld. Sk)**



Zdroj: NBS.

investícií je naviazaná na výkonnosť ekonomiky. Dividendy a zisky platené investorom v období slabšej výkonnosti zvyčajne klesajú. Je to však aj za cenu toho, že miera návratnosti investícií môže byť v skutočnosti vyššia ako v prípade dlhového financovania. V prípade dlhového financovania sú platby na obsluhu dlhu zvyčajne konštantné, bez ohľadu na aktuálnu situáciu ekonomiky (dlžníka), čo môže vytvárať napätie v prípade, ak je krajina (dlžník) zasiahnutá nepriaznivými dopadmi šokov. PZI<sup>91</sup> sú pokladané ako dlhodobá a najbezpečnejšia forma investície, a teda v prípade, že sa zmení sentiment investorov voči krajine, sú menej rizikové.

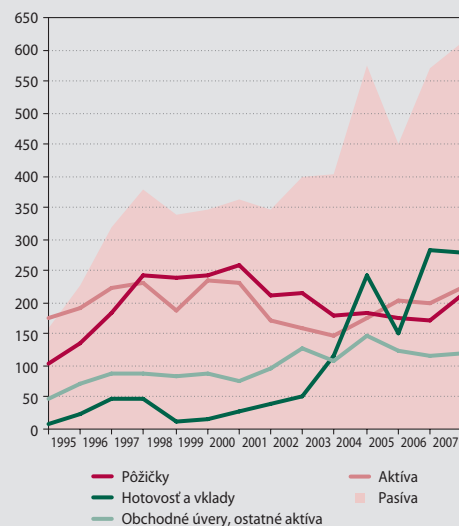
V prípade Slovenska na strane pasív prevládali najskôr dlhové nástroje (graf 112), po roku 2000 sa zintenzívnili rast nedlhových nástrojov, najmä prílevom PZI (graf 113).

**PRIAME ZAHRAŇIČNÉ INVESTÍCIE**

V súčasnej etape vývoja prílev PZI výrazne dominuje nad investovaním domácich investorov v zahraničí (graf 114). Jednoznačný je geografický pôvod investorov PZI na Slovensku, keď viac ako 90% investorov pochádza z krajín EÚ. Stav PZI v zahraničí naznačuje, že slovenskí investori sa presadzujú viac v blízkom regióne nových členských krajín EÚ.

91 Pri posudzovaní významu PZI je potrebné mať na zreteli, že ako PZI sú klasifikované investície, kde podiel investora na majetku je vyšší ako 10%.

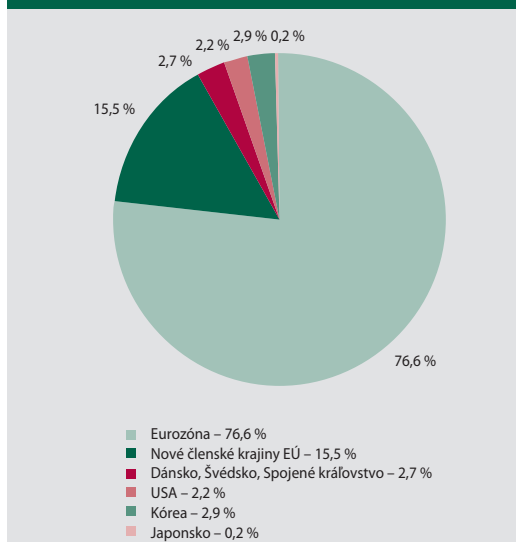
**Graf 115 Ostatné investície (mld. Sk)**



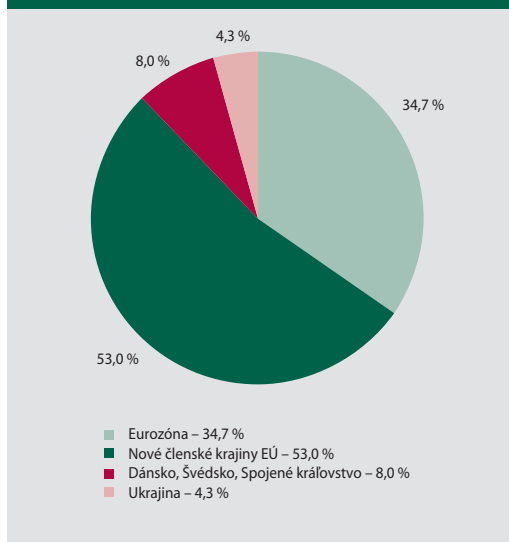
Zdroj: NBS.

**OSTATNÉ INVESTÍCIE**

Táto kategória nástrojov predstavuje dlhový spôsob financovania. SR je v nej netto dlžníkom, keďže celkový objem ostatných investícií na strane aktív bol od roku 1998 nižší, ako dominujúci nástroj na strane pasív – pôžičky. Ku koncu sle-

**Graf 116 Stav PZI v SR v roku 2007**


Zdroj: NBS.

**Graf 117 Stav PZI v zahraničí v roku 2007**


Zdroj: NBS.

dovaného obdobia (rok 2007) dominovali dlhové nástroje súkromného sektora, sektor verejnej správy predstavoval len 6,7% ostatných investícií. Prevažovali toky prostredníctvom bankového sektora (53,8%-ný podiel v roku 2007). Na rozdiel od niektorých nových členských krajín EÚ, v SR prílev kapitálu prostredníctvom bankového sektora končil na vkladoch, rast úverov bol financovaný z domácich zdrojov. Financovanie prostredníctvom ostatných investícií má krátkodobý charakter, krátkodobé nástroje dosahovali až 72,6%-ný podiel v roku 2007. V posledných rokoch mala preto táto forma financovania pomerne volatilný vývoj.

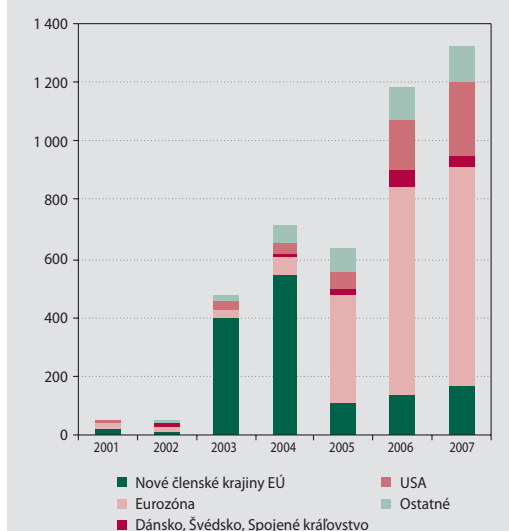
#### PORTFÓLIOVÉ INVESTÍCIE

Aj pri portfóliových investíciách prevažujú záväzky voči zahraničiu nad aktívami rezidentov v zahraničí, netto bilancia je negatívna. Na strane aktív získavali portfóliové investície na význame v súvislosti s rozvojom kolektívneho investovania po roku 2000.

Výraznejšie zastúpenie majú dlhové portfóliové nástroje (80%-ný podiel na strane aktív, 93%-ný podiel na strane pasív v roku 2007). Významným faktorom rastu portfóliových dlhových nástrojov na strane pasív bolo financovanie sektora vlády v zahraničí (79,5%-ný podiel v roku 2007).

Portfóliové majetkové investície sú jedinou kategóriou, v ktorej má SR veriteľskú pozíciu (graf 113).

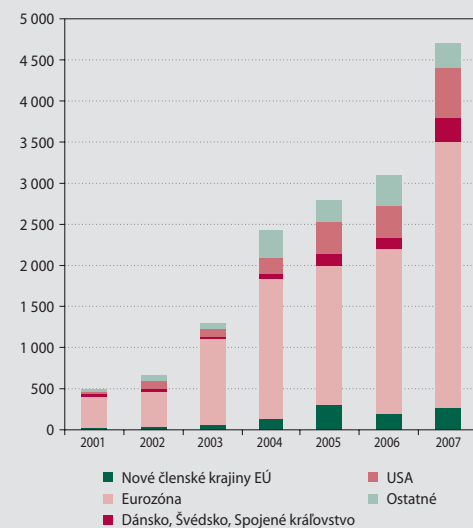
Údaje o bilaterálnej skladbe investorov (grafy 118 – 121) nasvedčujú, že portfóliové investície slovenských rezidentov smerovali najmä do kra-

**Graf 118 Aktíva – portfóliové investície majetkové (mil. USD)**


Zdroj: IMF: Coordinated Portfolio Investment Survey.

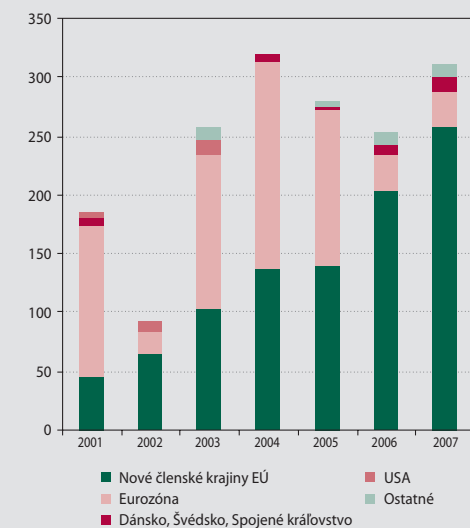


**Graf 119 Aktíva – portfóliové investície dlhové (mil. USD)**



Zdroj: IMF: Coordinated Portfolio Investment Survey.

**Graf 120 Pasíva – portfóliové investície majetkové (mil. USD)**



Zdroj: IMF: Coordinated Portfolio Investment Survey.

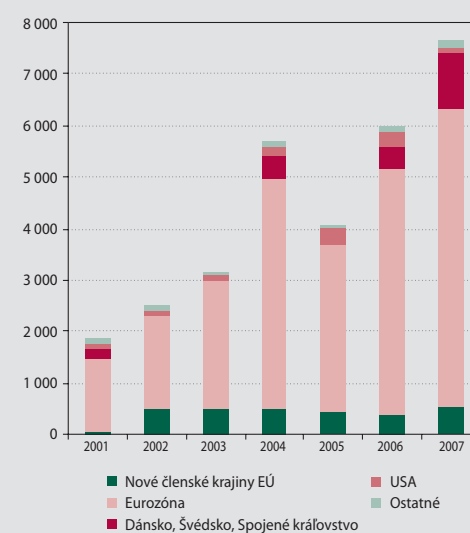
jín EÚ a rovnako aj krajiny EÚ sú najdôležitejšími portfóliovými investormi v SR.

### 2.3 ŠTATISTICKÝ ROZKLAD FAKTOROV PODMIEŇUJÚCICH VÝVOJ NETTO INVESTIČNEJ POZÍCIE

Medzi najvýznamnejšie determinanty MIP patrí vývoj externých finančných požiadaviek. Deficit na bežnom účte generuje netto zadlženosť voči zahraničiu. Zjednodušene možno povedať, že na zaplatenie previsu dovozu nad vývozom si musí krajina požičať zo zahraničia, a teda nerezidenti si kupujú záväzky emitované slovenskými rezidentmi. Tieto finančné toky sú zaznamenané ako čistý prílev kapitálu a znamenajú nárast stavu záväzkov (pasív) voči zahraničiu. Ďalším determinantom MIP sú zmeny ocenenia. V priebehu času dochádza ku zmenám hodnoty stavu zahraničných aktív rezidentov SR a záväzkov voči zahraničiu, ktoré odrážajú pohyby v cenách aktív a výmenných kurzov (keď sú aktíva a pasíva denominované v rôznych menách), ako aj ku zmenám z iných dôvodov (napr. z dôvodu metodologických zmien).

Zmeny v netto investičnej pozícii možno dezagregovať na základe účtovných identít<sup>92</sup>, ktoré naznačujú vzťahy medzi dynamikami vývoja

**Graf 121 Pasíva – portfóliové investície dlhové (mil. USD)**

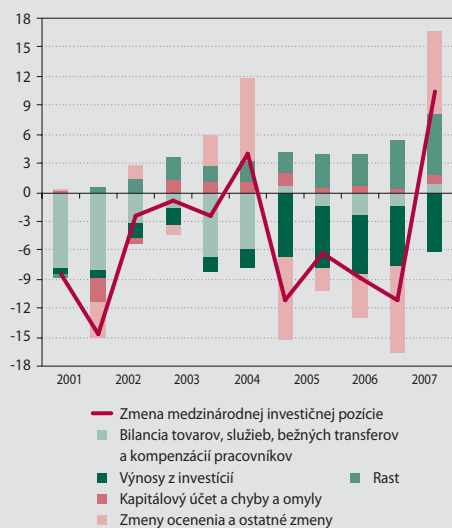


Zdroj: IMF: Coordinated Portfolio Investment Survey.

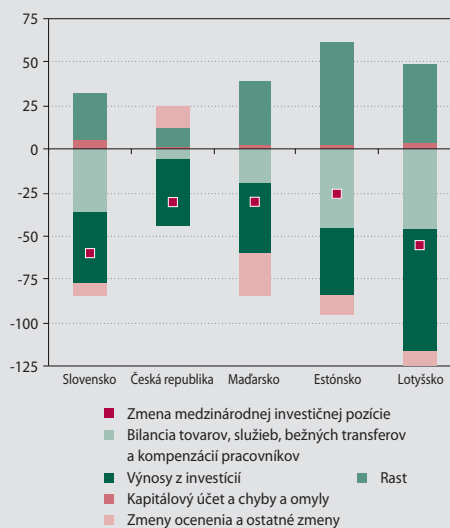
netto investičnej pozície (stavov finančných aktív a pasív) a finančného účtu platobnej bilancie (tokov), bilancie bežného účtu, rastu ekonomiky a vplyvom zmien výmenných kurzov mien a výnosnosti nástrojov. Dezagregované vplyvy na čistú medzinárodnú investičnú pozíciu môžeme rozdeliť nasledovne (podľa Lane, Milesi-Ferreti<sup>93</sup>):

92 Zjednodušený prístup označovaný ako „naivný“, keďže štatistiky medzinárodnej investičnej pozície a platobnej bilancie nie sú úplne konzistentné.

93 Lane, Milesi – Ferreti: *Global Perspectives on External Positions: NBER Working Paper, 2005.*

**Graf 122 Vplyvy na čistú pozíciu SR (% HDP)**


Zdroj: NBS, výpočty NBS.

**Graf 123 Vplyvy na čistú pozíciu 1997 – 2007 (% HDP)**


Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

$$B_t - B_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t \quad (1)$$

 $B_t$  – netto investičná pozícia

 $CA_t$  – bilancia bežného účtu

 $KG_t$  – kapitálové zisky/straty, vyjadrené ako zmena stavu (z medzinárodnej investičnej pozície) mínus zodpovedajúci tok (z platobnej bilancie)

 $E_t$  – transfery na kapitálovom účte<sup>94</sup> a netto chyby a omyly

Vzťah (1) možno vyjadriť ako podiely HDP:

$$b_t - b_{t-1} = ca_t + kg_t + e_t - n_t / (1 + n_t) * b_{t-1} \quad (2)$$

kde

 $n_t = (HDP_t / HDP_{t-1}) - 1$  je nominálny rast HDP.

Komponenty bežného účtu –  $ca$  – možno ďalej rozložiť na vplyvy výnosov z investícií, ktoré majú priamy vzťah s tokmi kapitálu a na ostatné vplyvy (bilancie obchodu tovarov a služieb, kompenzácií pracovníkov a bilancie bežných transferov). Kapitálové zisky/straty –  $kg$  – zahŕňajú vplyvy zmeny výmenných kurzov mien, v ktorých sú denominované jednotlivé finančné nástroje voči slovenskej korune, efekty zmien trhového ocenenia nástrojov, ako aj iné zmeny objemu (napr. v súvislosti so zmenami metodológie vykazovania, reklasifikáciou). Posledný člen vzťahu (2)

zachytáva vplyv rastu HDP krajiny na zmenu jej netto investičnej pozície.

V prípade Slovenska sa negatívna medzinárodná investičná pozícia (s výnimkou vývoja v dvoch rokoch) v období 1997 – 2007 prehlbovala (graf 122). Vývoj na bežnom účte mal prevažne negatívny vplyv. Na začiatku to bolo podmienené najmä negatívnym príspevkom bilancie obchodu tovarov a služieb, potom prevážil negatívny vplyv výnosov z investícií (najmä po zahrnutí reinvestovaného zisku od roku 2003). Vzhľadom na zrýchľujúce sa tempo rastu HDP, hospodársky rast pôsobil proti nárastu negatívnej netto investičnej pozície. Pre porovnanie, graf 123 znázorňuje obdobne vplyvy na medzinárodnú investičnú pozíciu za obdobie 1997 – 2007 na Slovensko a vybrané nové členské krajiny EÚ.

Ako grafy 121 a 122 naznačujú, pre udržateľný vývoj čistej investičnej pozície sú dôležité proporcie medzi vývojom (najmä) bilancie tovarov a služieb a bilanciou výnosov z investícií. Optimálnou je situácia, keď zahraničné zdroje sú investované do projektov, ktoré napomáhajú generovať exportný potenciál ekonomiky (prebytok bilancie tovarov a služieb), ktorý kompenzuje repatriáciu výnosov zahraničnými investormi (deficit bilancie výnosov).

94 Kapitálový účet zahŕňa zahraničnú pomoc investičného charakteru plynúcu od zahraničných vlád a mimovládnych subjektov a nákupy a predaje patentov, licencií a autorských práv.



**Box 6**

**VPLYV REINVESTOVANÉHO ZISKU NA VÝVOJ VÝNOSOV Z INVESTÍCIÍ**

Vývoj priamych zahraničných investícií má vzhľadom na ich vysoký podiel na financovaní ekonomiky významné dopady na vývoj medzinárodnej investičnej pozície. Vykazovanie reinvestovaného zisku v štatistike platobnej bilancie prináša určité skreslenia.<sup>95</sup> V prípade krajín, ktoré zaznamenávajú výrazný prílev PZI, nadhodnocuje negatívny príspevok bilancie výnosov k výsledku bežného účtu.

Reinvestovaný zisk je časť zisku spoločnosti, ktorá nebola vyplatená zahraničnému investovi formou dividendy. Reinvestovaný zisk sa v platobnej bilancii vykazuje ako súčasť bežného účtu v bilancii výnosov a na finančnom účte v priamych zahraničných investíciách ako protipoložka (s opačným znamienkom). Podľa medzinárodných štandardov sú v platobnej

bilancii zaznamenané aj transakcie, keď nastáva skutočný finančný tok medzi domácou ekonomikou a zahraničím. Je však potrebné transakciu zaznamenať, aby sa zachoval charakter podvojného účtovania platobnej bilancie, tak je to aj v prípade reinvestovaného zisku. Reinvestovaný zisk je v platobnej bilancii SR zaznamenávaný od roku 2003.<sup>96</sup>

Tabuľka A naznačuje, že reinvestovaný zisk najviac ovplyvnil vývoj výnosov z investícií v rokoch 2003 a 2004, jeho vplyv sa potom postupne znižoval. Aj po zohľadnení tohto skreslenia, ktoré vykazovanie reinvestovaného zisku v bilancii výnosov spôsobuje, je však evidentný negatívny vplyv bilancie výnosov, ktorý prispieva k prehľbovaniu netto dlžníckej pozície slovenskej ekonomiky.

**Tabuľka A Vývoj reinvestovaného zisku (mil. Sk)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Stav PZI	519 339	623 386	755 760	1 006 131	930 857	929 866 <sup>1)</sup>
Bežný účet	-72 502	-106 358	-126 103	-128 103	-98 718	-132 238
Výnosy z investícií	-81 859	-87 178	-90 561	-104 473	-114 069	-108 033
Reinvestovaný zisk	-54 281	-49 503	-26 994	-28 115	-23 300	-16 800
Výnosy z investícií /bežný účet	112,91	81,97	71,82	81,55	115,55	81,70
Reinvest. zisk /výnosy z investícií	66,31	56,78	29,81	26,91	20,43	15,55
Reinvestovaný zisk/PZI	10,45	7,94	3,57	2,79	2,50	1,81
PZI/HDP	42,45	45,77	50,87	60,63	50,24	45,8

Zdroj: NBS.  
1) 3.Q.2008.

95 Brada, Tomšík: *Reinvested Earnings Bias, The „Five Percent“ Rule and the Interpretation of the Balance of Payments – With an Application to Transition Economies.* The William Davidson Institute, 2003.

96 NBS: *Informácia o revízii bežného účtu platobnej bilancie za roky 2003 a 2004 a porovnanie vplyvu objemu dividend a reinvestovaného zisku na vývoj bežného účtu s vybranými krajinami.*

**2.4 ZMENY V MEDZINÁRODNEJ INVESTIČNEJ POZÍCIÍ, PODMIENENÉ VSTUPOM SR DO EUROZÓNY**

Po vstupe do eurozóny a zavedení eura sa významná časť aktív i pasív, pôvodne denominovaných v cudzej mene, automaticky zmenila na aktíva a pasíva v domácej mene, čo prináša viaceré potenciálne výhody, ktoré majú vospelé ekonomiky pri korekcii externej nerovnováhy

(samozrejme v prípade, že SR je synchronizovaná s veľkými ekonomikami eurozóny).

V SR sa nepresadilo vo významnejšej miere úverovanie v cudzích menách. Domácim subjektom, ktoré mali záväzky v cudzej mene, expozície voči kurzovému a úrokovému riziku po konverzii na euro poklesli. Tým sa zároveň znížilo aj vystavenie finančného sektora kreditným rizikám úverov v eurách.





Charakter kurzového režimu slovenskej koruny a zámery samostatnej menovej politiky NBS si vyžadovali, aby krajina mala pomerne vysoké devízové rezervy. Časť devízových rezerv, ktorá bola vzhľadom na štruktúru obchodných vzťahov denominovaná v eurách, prestala plniť svoju funkciu a odpadla tak potreba držby pomerne vysokých devízových rezerv.

Pre udržateľný vývoj čistej investičnej pozície Slovenska ako krajiny, ktorá je v pozícii dlžníka, sú dôležité proporcie medzi vývojom bilancie tovarov a služieb a bilanciou výnosov z investícií. Je dôležité, aby zahraničné zdroje boli investované do projektov, ktoré napomáhajú generovať exportný potenciál ekonomiky (prebytok bilancie tovarov a služieb), ktorý kompenzuje repatriáciu výnosov zahraničnými investormi. Poklesu negatívnej investičnej pozície môžu napomôcť aj nižšie rizikové prirážky na dlhy emitované v zahraničí, vyššie transfery z fondov EÚ, vyššie pracovné príjmy rezidentov SR v zahraničí.

Ako ukazuje vývoj v niektorých nových členských krajinách EÚ, smerovanie zahraničných dlhových zdrojov do neobchodovateľného sektora (výstavby nehnuteľností) môže mať pri rýchlom raste zadlženosti súkromného sektora a zmene podmienok na medzinárodných finančných trhoch destabilizujúce účinky.

Vstup SR do eurozóny napomohol Slovensku minimalizovať kurzové riziká a podporiť charakter krajiny, ktorú investori hodnotia ako finančne stabilnejšiu.

## ZÁVER

Finančná integrácia bola v ekonomickej literatúre považovaná za faktor, ktorý napomáha znižovať, diverzifikovať riziká investovania, a tým napomáha ekonomickému rastu i udržiavaniu finančnej stability. Súčasná finančná kríza však ukazuje, že finančná globalizácia zrýchľuje a za určitých podmienok aj zintenzívňuje prenos externých šokov do domácej ekonomiky. Tým znižuje jej prínosy v podobe podpory rastu ekonomiky, v dôsledku prílevu finančných zdrojov zo zahraničia.

Na Slovensku sa dosiahla relatívne nižšia miera finančnej integrácie (v porovnaní s ostatnými novými členskými krajinami EÚ), avšak bez výraznejšieho vytvorenia nerovnováh. V prípade SR relatívna úroveň zahraničných pasív nie je v súčasnosti vo výške, ktorá by bola pre finančnú stabilitu riziková. Vzhľadom na neistoty na medzinárodných finančných trhoch, zavedenie eura znamenalo získanie výhody silnejšej a stabilnejšej meny.





NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# SKRATKY





## SKRATKY

ARDAL	Agentúra pre riadenie dlhu a lividity
b. c.	bežné ceny
BCPB	Burza cenných papierov v Bratislave
BRIBOR	Bratislava Interbank Offered Rates – fixing úrokových sadzieb na trhu medzibankových depozitov
BS	Banka Slovenije
BÚ	bežný účet
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CDS	Credit Default Swap – úverový derivátový kontrakt medzi dvoma protistranami
CPI	Consumer Price Index – index spotrebiteľských cien
ČNB	Česká národní banka
D	deň
DDS	doplňková dôchodková spoločnosť
DSS	dôchodková správcovská spoločnosť
EBOR	European Bank for Reconstruction and Development – Európska banka pre obnovu a rozvoj
ECB	Európska centrálna banka
EFT POS	Electronic Funds Transfer at Point of Sale – platobný terminál
EIB	Európska investičná banka
EK	Európska komisia
ERM	Exchange Rate Mechanism – mechanizmus výmenných kurzov
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – fixing úrokových sadzieb na trhu eurozóny
HDP	hrubý domáci produkt
HZL	hypotekárne záložné listy
IAS/IFRS	International Accounting Standards/International Financial and Reporting Standards – Medzinárodné účtovné štandardy/Medzinárodné štandardy finančného výkazníctva
LTV	Loan-To-Value ratio – pomer objemu úveru k zabezpečeniu
M	mesiac
MBOR	Medzinárodná banka pre obnovu a rozvoj – International Bank for Reconstruction and Development
MF SR	Ministerstvo financií SR
MIP	medzinárodná investičná pozícia
MMF	Medzinárodný menový fond
NARKS	Národná asociácia realitných kancelárií Slovenska
NAV	Net Asset Value – čistá hodnota majetku
NBS	Národná banka Slovenska
p. b.	percentuálne body
PP	pokladničné poukážky
PPS	Purchasing Power Standard – parita kúpnej sily
PVZ	požiadavky na vlastné zdroje
PZI	priame zahraničné investície
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security – cenný papier, ktorého výnos a hodnota sú odvodené z hypotekárnych úverov
ROA	Return of Assets – rentabilita aktív
ROE	Return of Equity – rentabilita vlastného kapitálu
RBUZ	Register bankových úverov a záruk
RTGS	Real Time Gross Settlement – zúčtovanie platobných transakcií v reálnom čase



## S K R A T K Y

SAX	slovenský akciový index
s. c.	stále ceny
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer – Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase
VaR	Value at Risk – hodnota v riziku
ZFS	začiatočná fixácia úrokovej sadzby



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM



# ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV







## ZOZNAM GRAFOV

Graf 1	Rast reálneho HDP	19	Graf 30	Podiel zisku nefinančných korporácií na pridanej hodnote	50
Graf 2	TED Spreads	19	Graf 31	Miera zadlženosti nefinančných korporácií	51
Graf 3	Vývoj na vyspelých akciových trhoch	20	Graf 32	Štruktúra pasív nefinančných korporácií	51
Graf 4	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	20	Graf 33	Indikátor spotrebiteľskej dôvery	51
Graf 5	Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov	21	Graf 34	Vývoj na trhu práce – miera nezamestnanosti a miera voľných miest	52
Graf 6	Historická volatilita výnosov štátnych dlhopisov	21	Graf 35	Miera hrubých úspor a investícií domácností	52
Graf 7	Úrokové rozpätia na rozvíjajúcich sa trhoch	22	Graf 36	Štruktúra finančných aktív domácností	52
Graf 8	Podnikové spready	22	Graf 37	Úrokové sadzby z nových úverov	53
Graf 9	Bankové rozpätia CDS	23	Graf 38	Ukazovatele zadlženia domácností	53
Graf 10	Vývoj bilaterálnych nominálnych výmenných kurzov	23	Graf 39	Hlavné položky aktív a pasív	57
Graf 11	Cenové indexy komodít	24	Graf 40	Loan-to-deposit ratio: vývoj a distribúcia	57
Graf 12	Globálne odpisy poisťovní od júla 2007 do mája 2009	31	Graf 41	Vklady domácností	58
Graf 13	Aktíva, pasíva a čisté bohatstvo domácností USA a eurozóny	33	Graf 42	Vklady podnikov	58
Graf 14	Vývoj cien nehnuteľností na bývanie	34	Graf 43	Celkové nominálne hodnoty emitovaných dlhopisov za jednotlivé mesiace a vývoj hypotekárnych úverov	59
Graf 15	Celkové pohľadávky zahraničných bánk	35	Graf 44	Doba splatnosti emitovaných dlhopisov	59
Graf 16	Prílev kapitálu do rozvíjajúcich sa krajín – dlhopisy, emisia akcií a úvery	35	Graf 45	Medziročné zmeny objemu úverov retailu v roku 2008	60
Graf 17	Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru	35	Graf 46	Medziročné zmeny objemov novoposkytnutých retailových úverov v roku 2008	60
Graf 18	Veľkosť trhom vnímanej zraniteľnosti súvisí s veľkosťou zahraničného zadlženia bez ohľadu na kurzový režim	36	Graf 47	Medziročné zmeny stavu úverov podnikom v roku 2008	60
Graf 19	Vývoj HDP	40	Graf 48	Štruktúra portfólia úverov nefinančným spoločnostiam podľa sektorov	60
Graf 20	Vývoj produktivity práce a miezd	40	Graf 49	Štruktúra cenných papierov v majetku bánk	61
Graf 21	Krytie deficitu bežného účtu	41	Graf 50	Štruktúra portfólia dlhových cenných papierov podľa sektorov emitenta	61
Graf 22	Zahraničná zadlženosť a devízové rezervy	41	Graf 51	Vývoj vybraných položiek medzibankových aktív a pasív a prostriedkov ústrednej štátnej správy	62
Graf 23	Vývoj kurzu slovenskej koruny voči euru a americkému doláru	42	Graf 52	Zložky medzibankových aktív a pasív k 31. 12. 2008	62
Graf 24	Krátkodobé úrokové sadzby peňažného trhu a úrokové sadzby ECB a NBS	42			
Graf 25	Vývoj výnosových kriviek peňažného trhu	43			
Graf 26	Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov	43			
Graf 27	Vývoj úverovej aktivity v roku 2008	49			
Graf 28	Konjunktúrne indikátory	50			
Graf 29	Rentabilita výnosov nefinančných podnikov	50			



Z O Z N A M G R A F O V , T A B U L I E K A B O X O V

Graf 53 Úrokové rozpätie v bankovom sektore	63	Graf 75 Vývoj technického poistného	74
Graf 54 Zlyhané pohľadávky podľa druhu klientov	63	Graf 76 Náklady na poistné plnenia	75
Graf 55 Vývoj jednotlivých položiek vlastných zdrojov v bankovom sektore	64	Graf 77 Umiestnenie prostriedkov technických rezerv	75
Graf 56 Podiel jednotlivých rizík na požiadavkách na vlastné zdroje	64	Graf 78 Zmeny v umiestnení technických rezerv medzi 31. 12. 2007 a 31. 12. 2008	76
Graf 57 Vývoj zadlženosti domácností	65	Graf 79 Vývoj objemu investícií v podielových fondoch predávaných v SR	77
Graf 58 Rozloženie pomeru úverových splátok k disponibilnému príjmu podľa skupín disponibilných príjmov domácností	65	Graf 80 Mesačný vývoj kumulatívnych čistých predajov otvorených podielových fondov v SR za rok 2008	77
Graf 59 Vývoj zaťaženia príjmu domácností úverovými splátkami pri kúpe 3-izbového bytu	66	Graf 81 Výkonnosť tuzemských otvorených podielových fondov	77
Graf 60 Štruktúra zlyhaných úverov domácnostiam	66	Graf 82 Podiel jednotlivých druhov investícií na celkovom objeme spravovaného majetku	79
Graf 61 Porovnanie štruktúry portfólia úverov nefinančným spoločnostiam a štruktúry hrubej produkcie podľa sektorov	67	Graf 83 Štruktúra dlhopisového portfólia v jednotlivých typoch fondov	79
Graf 62 Štruktúra portfólia úverov nefinančným spoločnostiam z pohľadu ich citlivosti na pokles ekonomického cyklu	67	Graf 84 Podiel jednotlivých typov fondov na celkovom objeme spravovaného majetku v roku 2008	80
Graf 63 Objem a podiel zlyhaných úverov podnikom	68	Graf 85 Podiel jednotlivých druhov investícií na celkovom objeme spravovaného majetku	81
Graf 64 Objem zlyhaných úverov podnikom vo vybraných sektoroch	68	Graf 86 Rozloženie percentuálneho podielu akcií a podielových listov na NAV	81
Graf 65 Dopad stresového testovania systémového rizika na domácom medzibankovom trhu v roku 2008	68	Graf 87 Vývoj počtu transakcií uskutočnených v SIPS	87
Graf 66 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – prvý prístup, scenár 1	71	Graf 88 Vývoj hodnoty transakcií uskutočnených v SIPS	88
Graf 67 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – prvý prístup, scenár 2	71	Graf 89 Objem vnútrodenného úveru v roku 2008	88
Graf 68 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – druhý prístup, scenár 1	72	Graf 90 Ceny bytov, kraje SR	95
Graf 69 Výsledky stresového scenára na rok 2009 – druhý prístup, scenár 2	72	Graf 91 Relácie v cenách bytov, kraje SR	95
Graf 70 Vývoj mediánových hodnôt ukazovateľov likvidity	72	Graf 92 Regionálna ekonomická úroveň	96
Graf 71 Porovnanie likvidného vankúša a otvorenej pozície do 3 mesiacov	73	Graf 93 Relatívna regionálna ekonomická úroveň	96
Graf 72 Porovnanie podielu úverov na bilančnej sume a podielu vkladov a emitovaných cenných papierov na bilančnej sume	73	Graf 94 Regionálne rozdiely v čistom príjme na člena domácnosti	97
Graf 73 Celkový zisk poisťovní	74	Graf 95 Regionálne rozdiely v čistej mzde	97
Graf 74 Tempo rastu technického poistného	74	Graf 96 Dostupnosť bytu z príjmu domácnosti	98
		Graf 97 Dostupnosť bytu zo mzdy manželov	98
		Graf 98 Volné zdroje obyvateľstva	98
		Graf 99 Dostupnosť bytu z upravenej mzdy manželov	99
		Graf 100 Počet dokončených bytov v danom roku	100
		Graf 101 Podlahová plocha dokončených bytov	100



Graf 102	Úver na m <sup>2</sup> nového bytu	101	Graf 113	Netto investičná pozícia	112
Graf 103	Indikátor tlaku úveru obyvateľstvu na ceny bytov	101	Graf 114	Brutto investičná pozícia, Q3 2008	112
Graf 104	Obrat vo výstavbe bytov	101	Graf 115	Ostatné investície	112
Graf 105	Miera rozostavanosti	102	Graf 116	Stav PZI v SR v roku 2007	113
Graf 106	Medzinárodná finančná integrácia	109	Graf 117	Stav PZI v zahraničí v roku 2007	113
Graf 107	Obchodná a finančná integrácia SR	109	Graf 118	Aktíva – portfóliové investície majetkové	113
Graf 108	Netto investičná pozícia	110	Graf 119	Aktíva – portfóliové investície dlhové	114
Graf 109	Grubel-Lloyd index	110	Graf 120	Pasíva – portfóliové investície majetkové	114
Graf 110	Zahraničné aktíva a pasíva v pomere k finančným aktívam a pasívam	111	Graf 121	Pasíva – portfóliové investície dlhové	114
Graf 111	Netto investičná pozícia SR	111	Graf 122	Vplyvy na čistú pozíciu SR	115
Graf 112	Dlhové a nedlhové nástroje	111	Graf 123	Vplyvy na čistú pozíciu 1997 – 2007	115





## ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1	Svetová produkcia a objem svetového obchodu	17
Tabuľka 2	Štvrtročný rast objemu HDP v roku 2008	18
Tabuľka 3	Indexy akciových trhov	21
Tabuľka 4	Porovnanie volatility cien komodít	24
Tabuľka 5	Pohľadávky PFI voči nefinančným spoločnostiam a domácnostiam	49
Tabuľka 6	Podiel zlyhaných úverov za sektor domácností	66
Tabuľka 7	Nastavenie stresových scenárov a miera zlyhania pre stresové scenáre	69
Tabuľka 8	Ročná výnosnosť dôchodkových fondov k 31. 12. 2008	79

### ZOZNAM TABULIEK V BOXOCH

Tabuľka A	Vývoj reinvestovaného zisku	116
-----------	-----------------------------	-----







## ZOZNAM BOXOV

Box 1	Chronologický prehľad etáp finančnej krízy 2006 – 2009	25
Box 2	Rozsah vládných opatrení	27
Box 3	Panika na finančných trhoch v septembri 2008 viedla k insolventnosti významných európskych bánk, čo vyvolalo rozsiahle štátne intervencie	28
Box 4	Odhad MMF pre celkové odpisy finančného sektora v rokoch 2007 až 2010	32
Box 5	Medzinárodná investičná pozícia	108
Box 6	Vplyv reinvestovaného zisku na vývoj výnosov z investícií	116

