



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE ZA PRVÝ POLROK 2010

SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE ZA PRVÝ POLROK 2010

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA
O FINANČNEJ STABILITE
ZA PRVÝ POLROK
2010

Vydavateľ:
© Národná banka Slovenska

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

Telefón:
02 5787 2141
02 5787 2146

Fax:
02 5787 1128

<http://www.nbs.sk>

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

ISBN (elektronická verzia) 978-80-8043-164-8



OBSAH

ZHRNUTIE	4	3.3 Sektor poisťovní	35
1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU	9	3.4 Obchodníci s cennými papiermi	36
1.1 Predpoklady pre finančnú stabilitu SR vyplývajúce z globálnej ekonomiky a finančných trhov	10	3.5 Kolektívne investovanie	36
1.2 Ekonomická situácia a stabilita finančného sektora eurozóny	13	3.6 Druhý pilier systému dôchodkového sporenia	37
1.3 Vývoj a riziká v regióne V4	15	3.7 Trhové riziká vo finančnom sektore mimo bánk	38
2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU	17	3.8 Makrostresové testovanie	40
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR	18	PRÍLOHY	43
2.2 Vývoj v sektore nefinančných korporácií a domácností	21	1 Nový európsky rámec na ochranu finančnej stability	44
3 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE	25	2 Externá pozícia Slovenska a udržateľnosť bežného účtu	49
3.1 Výkonnosť bankového sektora	26	3 Deficit a dlh v rozpočtovej politike EÚ 27	56
3.2 Riziká v bankovom sektore a ich krytie kapitálom	31	SKRATKY	67
		ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV	69



ZHRNUTIE

Počas prvého polroka 2010 pokračovalo mierne zlepšovanie podmienok pre domácu finančnú stabilitu. Globálna ekonomika aj obchod naberali na dynamike. Ich zotavovanie z hlbkej krízy však bolo medzi krajinami a regiónmi sveta rozložené veľmi nerovnomerne. Najviac sa darilo krízou menej zasiahnutým krajinám Ázie (s výnimkou Japonska) a Latinskej Ameriky, ktorých výkonnosť vysoko prevyšovala ich predkrízovú úroveň. Naopak, najvyspelejším krajinám a regiónom sveta sa nepodarilo ku koncu prvého polroka 2010 dosiahnuť ani úroveň hospodárskeho výkonu z obdobia pred krízou. Dôvodom boli hlavne pretrvávajúce výrazné nerovnováhy v súkromných (obyvateľstvo, podniky, banky) a verejných (štáty) ekonomických bilanciách, ktoré sa zlepšujú len veľmi pomaly. Z dôvodu zvýšeného kreditného rizika štátov eurozóny boli globálne finančné trhy menej stabilné než koncom roka 2009.

Slovenská ekonomika pokračovala vo svojom postupnom zotavovaní vďaka rastúcej priemyselnej produkcii, ktorá reagovala na zlepšenie podmienok v zahraničnom dopyte. V prvom polroku 2010 sa stabilizoval trh práce. Vo finančnom sektore sa zlepšenie makroekonomickej situácie odzrkadlilo len mierne. Bankový sektor, ktorý je z hľadiska finančnej stability kľúčový, síce medziročne svoju finančnú a kapitálovú pozíciu zlepšil, no bolo to najmä vďaka znižovaniu nákladov. To prispelo k tomu, že bankový sektor posilnil svoju odolnosť voči negatívnym šokom. Ďalším pozitívnym signálom je, že sa zmiernilo kreditné riziko domácností, no pri kreditnom riziku podnikov sa situácia príliš nezmenila. Bankový sektor ostal citlivý najmä na straty z podnikových úverov.

V strednodobom horizonte je najpravdepodobnejšie pokračovanie pomalého zlepšovania podmienok pre domácu finančnú stabilitu za súčasného pretrvávania výrazných rizík pre tento vývoj najmä v externom prostredí.

Globálne podmienky sa v prvom polroku 2010 zlepšili, no ostávajú sťažené najmä z dôvodov zvýšených kreditných rizík štátov a v roku 2011 sa očakáva spomalenie rastu kľúčových ekonomík. Aj v strednodobom horizonte budú pretr-

vávať zvýšené riziká a neistota ohľadne ďalšieho zlepšovania externých podmienok pre domácu finančnú stabilitu.

Globálna ekonomika sa v období medzi druhým štvrťrokom 2009 až po súčasnosť zotavuje. Tento vývoj je do veľkej miery ťahaný tak zvýšenou vládnu spotrebou, ktorá aspoň sčasti nahradila výpadok súkromnej spotreby, ako aj neštandardnými menovými opatreniami centrálnych bánk. Postupom času sa však efekt týchto stimulov vytráca a dokonca sa v súvislosti s ich pôsobením objavili nové vážne riziká – najmä kreditné riziká niektorých štátov eurozóny. Z uvedeného dôvodu je toto obdobie zotavovania sprevádzané vysokou neistotou ohľadom jeho udržateľnosti. Pozitívnu skutočnosťou v tomto smere sú údaje za prvý polrok 2010, ktoré dokumentujú oživenie súkromnej spotreby a hrubých fixných investícií vo vyspelých aj rozvíjajúcich sa ekonomikách sveta. Objavenie sa tohto solídneho základu pre dynamický hospodársky rast naznačuje jeho udržateľnosť v ďalšom období. Minimálne v roku 2011 však jeho dynamika opäť klesne z dôvodu nevyhnutnej konsolidácie verejných rozpočtov naplánovanej vo viacerých vyspelých krajinách, ale aj kvôli reštriktívnym opatreniam najmä v Číne, kde sa už objavili náznaky prehrievania. V USA, tradičnom motore globálneho hospodárskeho rastu, pretrváva hrozba deflácie a návratu recesie. Hlavnými dôvodmi sú utlmený domáci dopyt ako prirodzená reakcia na predošlé obdobie nadmerného zadlžovania a slabá efektívnosť až kontraproduktívnosť podporných politík.

Ani v strednodobom horizonte však nie je možné rátať s vyššími tempami rastu HDP. Dôvodom je absencia procesov smerujúcich k obnoveniu rovnováhy globálneho ekonomického rastu. Pre obnovu dynamického rastu je nevyhnutné, aby krajiny s veľkými prebytkami úspor a nízkym podielom súkromnej spotreby na ich domácom produkte uskutočnili reformy na podporu domácej spotreby a zmiernili tak svoju závislosť od zahraničného dopytu. Zložité reformy je potrebné uskutočniť aj v krajinách s nízkymi súkromnými úsporami. Hoci sa na globálnej úrovni takéto snahy objavili, ich reálny prínos bude citeľný až o niekoľko rokov. Svoju rolu zohrá aj nová, pod-



statne prísnejšia medzinárodná regulácia bánk a plány na sprísnenie regulácie tzv. tieňového bankovníctva. Proces zotavovania svetovej ekonomiky môže navyše ohroziť vlna protekcionizmu v prípade zlyhania globálnych vyjednávaní o obnovení rovnováhy globálneho ekonomického rastu. Rizikami sú aj nežiaduce efekty podporných politík – okrem spomínaných kreditných rizík štátov sú to aj dlhodobovo veľmi uvoľnené menové podmienky, ktoré môžu vytvárať nežiaduce podnety pre finančné trhy.

Domáce makroekonomické podmienky pre finančnú stabilitu sa v prvom polroku 2010 oproti predchádzajúcemu obdobiu mierne zlepšili, no boli stále zložité.

Obnovenie zahraničného dopytu sa premietlo do rastu najmä exportne orientovaných odvetví, ktoré podporili rast HDP. Negatívny dopad prísnejších podmienok financovania v eurozóne bol čiastočne kompenzovaný výrazným oslabením eura, čo vytváralo predpoklady pre rast čistého exportu. Oživenie zahraničného dopytu sa prejavilo v zlepšení finančnej pozície najmä exportne orientovaných nefinančných podnikov. Ekonomický sentiment naznačoval obnovovanie dôvery v aktuálny i očakávaný ekonomický vývoj a zlepšenie podmienok podnikania. Prostredie ostáva naďalej málo priaznivé najmä pre malé a stredné podniky, ktoré majú obmedzené možnosti diverzifikovať zdroje financovania a sú tak vo vyššej miere závislé od úverového financovania. Vývoj v sektore domácností bol poznačený nepriaznivou situáciou na trhu práce, ktorá negatívne pôsobí na schopnosť domácností splácať záväzky. Domácnosti na veľmi nízky rast nominálnych príjmov reagovali obmedzením spotreby aj investičných rozhodnutí a vo zvýšenej miere tvorili úspory. Rizikami pre nasledujúce obdobie je pretrvávajúca nepriaznivá situácia na trhu práce, ktorá nevytvára predpoklady pre obnovenie rastu spotreby, čo sa spätne negatívne premietla do situácie v odvetviach a podnikoch orientovaných na domácu ekonomiku.

Z domáceho prostredia je zdrojom rizík najmä vývoj fiškálnej politiky.

Nepriaznivý vývoj štátneho rozpočtu – podmienený nadmieru optimistickými rozpočtovými plánmi, protikrizovými opatreniami a aktiváciou automatických stabilizátorov – a rast deficitu vy-

soko nad maastrichtskú referenčnú hodnotu si vyžadujú konsolidáciu verejných financií. Tento krok je pre dosiahnutie udržateľného financovania fiškálneho sektora síce nevyhnutný, konsolidačné opatrenia však budú mať minimálne v roku 2011 negatívny dopad na stagnujúce príjmy domácností a povedú k zvýšeniu nákladov podnikov. V prípade zadlžených subjektov to predstavuje dodatočný negatívny faktor zhoršujúci ich finančnú pozíciu a schopnosť splácať dlhy.

Vzhľadom na nižšiu mieru fiškálnej nerovnováhy – v kontexte zadlženosti krajín eurozóny – patrilo Slovensko ku krajinám, ktorých sa nárast nedôvery investorov výraznejšie nedotkol. Rizikom budúceho vývoja by bolo, ak by sa kríza dôvery v suverénne štáty nanovo rozvinula, čo by negatívne vplývalo na náklady na obsluhu dlhov, ako aj na prístup nefinančných spoločností k financovaniu.

Banky na Slovenku sa v prvom polroku 2010 naďalej správali veľmi opatrne. Ich agregátna výkonnosť výrazne zaostávala za hodnotami z predkrízového obdobia. Vývoj v rámci sektora bol naďalej heterogénny.

Čistý zisk bankového sektora sa v prvom polroku 2010 vrátil k medziročnému rastu (34%) a dosiahol 240 mil. €. Zďaleka však nedosiahol úroveň predkrízového obdobia. Dôvodom je okrem vplyvu krízy aj výpadok devízových príjmov bánk po prijatí eura v roku 2009. Bankovému sektoru rástol zisk z retailových operácií a čistý úrokový výnos z cenných papierov. Pokračoval pokles prevádzkových nákladov, čo prispelo aj k zlepšeniu prevádzkovej efektivity bánk. Objem opravných položiek a rezerv v bankovom sektore sa medziročne výrazne nemenil. Zmenila sa však sektorová štruktúra tvorby opravných položiek, keď výraznejšie stúpol podiel opravných položiek na úvery domácnostiam. Pokračoval pokles miery krytia zlyhaných úverov opravnými položkami, čo však nemusí hneď predstavovať zvýšené riziko strát pre banky.

Celkový objem úverov podnikom pokračoval v poklese. Hlavným dôvodom bol relatívne slabý dopyt po úveroch zo strany podnikov a prísne nastavenie podmienok, za akých banky tieto úvery poskytujú. Podnikový sektor stále vykazoval nízku mieru využitia výrobných kapacít, ktorá je určujúca pre dopyt po investičných úveroch.



Nové úvery domácnostiam na bývanie rástli v prvom polroku 2010 rýchlym tempom. Dopyt podporovali najmä nižšie úrokové sadzby než v minulosti, lepší vývoj ekonomiky (stabilizácia trhu práce) a klesajúce ceny nehnuteľností. Pokles medzibankových sadzieb a kreditnej príťažky zohľadňujúcej riziko slovenskej ekonomiky a zvýšená konkurencia medzi bankami zlacnili úvery na nehnuteľnosti, čo domácnosti vo veľkej miere využívali na prefinancovanie starých úverov pri výhodnejších podmienkach. Z tohto dôvodu sa zvlášť rýchly rast nových úverov v prvom polroku 2010 príliš neprejavil na celkovom stave úverov poskytnutých do ekonomiky. Agresívnejšie trhové správanie niektorých bánk podporovalo pokračovanie zmien v trhových podieloch, ku ktorým začalo výraznejšie dochádzať ešte na začiatku roku 2009. Dopyt domácností po spotrebiteľských úveroch rástol len mierne. Banky nastavenie úverových štandardov v prvom polroku 2010 príliš nemenili.

Úverovanie ostatných sektorov okrem verejnej správy pokračovalo v poklese. Útlm v úverovej činnosti banky kompenzovali vyššími investíciami do cenných papierov, najmä štátnych dlhopisov. V niektorých bankách v prvom polroku 2010 výrazne rástli investície do štátnych dlhopisov Grécka, hodnota ktorých v tomto období klesala. Úrokový výnos z investícií do štátnych dlhopisov bol však pre banky zaujímavý vzhľadom na strmý sklon úrokovej krivky.

V prvom polroku 2010 pokračoval trend rastu kapitálovej primeranosti bankového sektora. Kreditné riziko v podnikovom sektore bolo významnejšie ako u domácností. Hoci možno očakávať pomalé zlepšovanie podmienok pre pokles kreditných rizík, dôležitým pre udržanie tohto trendu bude stabilný vývoj v externom prostredí.

Nárast vlastných zdrojov a pokles rizikovo vážených aktív sa v priebehu prvého polroka 2010 prejavili na zvýšení ukazovateľa kapitálovej primeranosti. Kapitálová primeranosť za sektor dosiahla na konci prvého polroka 2010 úroveň 13,2 %. Kapitálový pomer Tier 1 dosiahol 12 %. Tier 1 navyšovali viaceré banky hlavne prostredníctvom nerozdeleného zisku z minulých rokov. Banky si tak vybudovali silnejší kapitálový vančúš pre krytie prípadného nárastu strát v budúcnosti.

Ku koncu prvého polroka 2010 pokleslo tempo rastu zlyhaných úverov tak v sektore podnikov, ako aj u domácností. Prispelo k tomu zlepšenie ekonomických podmienok, v prípade domácností najmä stabilizácia situácie na trhu práce. Prínosom pre zníženie kreditného rizika domácností bol aj výrazný pokles podielu nových úverov domácnostiam s fixáciou úrokových sadzieb do jedného roka. Znížila sa tak citlivosť domácností na vývoj krátkodobých sadzieb. Väčšinu úverov na bývanie však stále tvoria úvery, ktorých výška splátky závisí od vývoja krátkodobých sadzieb na peňažnom trhu. Z pohľadu rozdelenia poskytnutých úverov domácnostiam podľa príjmových kategórií bol zaznamenaný skôr posun k vyšším príjmovým kategóriám, ktoré sú menej rizikové pri splácaní úveru. Nepriaznivým faktorom však je až okolo 60%-né zaťaženie disponibilných príjmov úverovými splátkami v skupine domácností s najnižšími príjmami. Kreditné riziko podnikov ostáva významnejšie v porovnaní s rizikom domácností. Z oživenia zahraničného dopytu profitovali hlavne exportne orientované podniky. Tie však majú nízky podiel na úveroch od domácich bánk. Naopak sektory, voči ktorým sú banky výraznou mierou vystavené, naďalej čelili klesajúcim tržbám (stavebníctvo), prípadne zaznamenali len mierny rast tržieb, ktorý však ostáva hlboko pod predkrízovými úrovňami (veľkoobchod, doprava). Sektor komerčných nehnuteľností predstavuje v krátkodobom horizonte jedno z najvýznamnejších rizík pre bankový sektor. Dôvodom je vysoké vystavenie bánk voči tomuto sektoru a vzhľadom na rýchle zlyhávanie projektov aj komplikovaná situácia v tomto sektore.

V bankovom sektore pretrvávali priaznivé podmienky pre jeho likviditu. Vystavenie sektora voči trhovým rizikám bolo relatívne nízke.

Ukazovateľ *loan-to-deposit ratio* na konci 1. polroka 2010 dosiahol hodnotu 81,3 %. Znamená to, že slovenský bankový sektor má dostatok domácich zdrojov na krytie úverovej činnosti. Schopnosť bánk čeliť nepriaznivému vývoju v oblasti likvidity v horizonte jedného mesiaca sa v priebehu prvého polroka 2010 zlepšovala. Súviselo to so zvýšenými investíciami bánk do cenných papierov, ktoré nahrádzali stagnujúce úvery.

V prvom polroku 2010 rástlo kreditné riziko niektorých, tzv. periférnych krajín EÚ. Zároveň



v niekoľkých bankách na Slovensku rástol objem investícií do cenných papierov emitovaných týmito krajinami. Banky však zníženie cien týchto cenných papierov nevykázali vo výkaze ziskov a strát, pretože väčšina týchto cenných papierov bola účtovaná v portfóliách finančných nástrojov na predaj alebo držaných do splatnosti. V niektorých bankách vzrástlo aj riziko zníženia ekonomickej hodnoty aktív zaznamenaných v bankovej knihe v prípade nárastu úrokových sadzieb. Vystavenie voči úrokovému riziku prostredníctvom finančných nástrojov v obchodnej knihe bolo vo väčšine bánk zanedbateľné.

Z ostatných finančných inštitúcií sa skôr darilo sektorom orientovaným na správu aktív.

Celkový zisk poisťovní medziročne poklesol o 6,7% na 65,3 mil. €. Znížili sa tiež ukazovatele ziskovosti. Rozhodujúcou pre celkovú situáciu poisťovného sektora bola najmä nízka miera zotavenia reálnej ekonomiky.

Objem klientskeho majetku spravovaného prostredníctvom spoločností s licenciou obchodníka s cennými papiermi medziročne mierne vzrástol. Obchodovanie s cennými papiermi pokleslo.

Čistá hodnota aktív spravovaná fondmi kolektívneho investovania v priebehu prvého polroka 2010 ďalej rástla, no rast sa koncentroval v prvom štvrtroku. Rozloženie majetku podľa typu fondu ostáva konzervatívne.

V prvom polroku 2010 nenastali nijaké významné zmeny v štruktúre aktív fondov druhého piliera dôchodkového zabezpečenia. Tá ostáva konzervatívna. Štruktúra zloženia majetku v jednotlivých typoch fondov je takmer totožná s agregátnou štruktúrou za celý druhý pilier dôchodkového sporenia. Aj keď dôchodkové správcovské spoločnosti zo zákona ponúkajú tri typy fondov, reálne sporiteľ nemá možnosť zvoliť si špecifický rizikovo-výnosový profil podľa svojho uváženia. Narastá riziko koncentrácie pri investovaní do bankových vkladov. Vystavenie voči „periférnym“ krajinám EÚ pokleslo zhruba na polovicu a na prelome polrokov tvorilo 6% celkových aktív.

Z výsledkov pravidelného makro stresového testovania vyplýva, že odolnosť finančného sektora

sa v porovnaní s koncom roka 2009 zvýšila. Dôvodom bolo najmä zlepšenie kapitálovej pozície bankového sektora v priebehu prvého polroka 2010.

Väčšina bánk v sektore by pravdepodobne mala zvládnuť aj výrazné zhoršenie ekonomického prostredia doma a v zahraničí. Vyššiu citlivosť vykázal bankový sektor najmä v prípade extrémneho zhoršenia ekonomického prostredia („Druhá vlna krízy II“ – vážnejšia verzia stresového scenára). V tomto prípade by v dvoch bankách ukazovateľ kapitálovej primeranosti klesol pod 8%. Ostatné banky by boli schopné udržať podiel vlastných zdrojov nad 8%-nou hranicou vďaka zisku dosiahnutému v roku 2010 alebo 2011, alebo vďaka vysokej počiatkovej úrovni podielu vlastných zdrojov. Podobne ako pri testovaní bánk na konci roka 2009, banky vykazovali aj v na konci prvého polroka 2010 najväčšiu citlivosť na možné straty z podnikových úverov. Iba niektoré banky by zaznamenali vyššie straty z úverov domácnostiam a z investícií do cenných papierov. Schopnosť generovať zisk je dôležitým predpokladom zvládnutia možného budúceho negatívneho vývoja. Podstatným zdrojom rastu ziskovosti bánk sú úrokové príjmy, ktoré tvoria takmer štvornásobok príjmov z poplatkov a provízií.

V ostatných sektoroch bol dopad makroekonomických scenárov závislý predovšetkým od dĺžky fixácie úrokových, resp. kupónových sadzieb a od percentuálneho podielu akciových investícií v majetku jednotlivých inštitúcií, resp. fondov.

Z dôvodu výraznej zmeny štruktúry fondov DSS smerom k aktívam s nízkym rizikom bol dopad makro stresových scenárov na fondy DSS nízky. Výkonnosť fondov DSS by dokonca vzrástla z dôvodu zvýšenia úrokových príjmov pri rastúcich úrokových sadzbách, ktoré sa predpokladajú v stresových scenároch. V najväčšom príspevkovom fonde DDS s trhovým podielom 35% by v prípade scenára „Druhá vlna krízy II“ poklesla čistá hodnota majetku počas druhého polroka 2010 o 5%, najmä z dôvodu znehodnotenia akciových investícií. Podielové fondy kolektívneho investovania by zaznamenali v prípade stresových scenárov stratu za druhý polrok 2010 v priemere 2,0% až 3,5% hodnoty majetku (priemer vážený objemom čistej hodnoty aktív jednotlivých fondov). Počas roka 2011 by sa



však straty zaznamenané v roku 2010 vymazali z dôvodu nastavenia scenára (oživenie akciových trhov, rast výnosov dlhových cenných papierov). Zatiaľ čo počas druhého polroka 2010 by približne polovica celkových strát poisťovní bola spôsobená znížením cien akcií, v roku 2011

by sa tieto straty postupne vymazali z dôvodu ich opätovného rastu. V poisťovniach by však zostali straty z poklesu hodnoty dlhových cenných papierov, ktoré by poisťovne zaznamenali kvôli postupnému nárastu úrokových sadzieb, resp. kreditných spreadov.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1

1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

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

Globálna ekonomika v prvom polroku 2010 pokračovala vo svojom veľmi nerovnomernom zotavovaní.

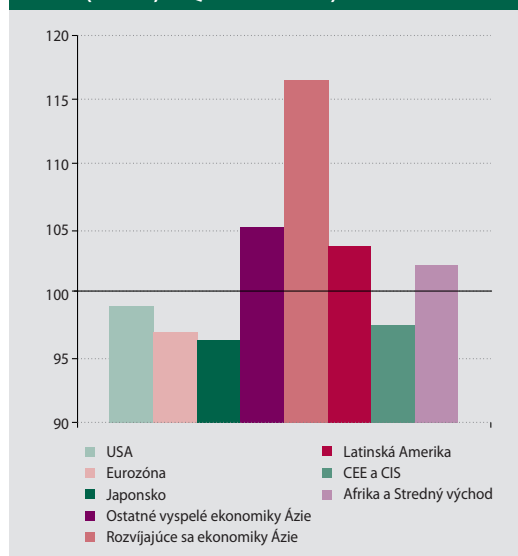
Medzinárodný menový fond (MMF) odhaduje,¹ že svetová ekonomika narástla počas prvého polroka 2010 o relatívne zdravých 5,25 %. Miera hospodárskeho oživenia sa v jednotlivých regiónoch výrazne líšila. V druhom štvrtroku 2010 došlo k spomaleniu rastu v USA a Japonsku, v Európe sa naopak zrýchlil. Vyspelé krajiny Ázie (okrem Japonska) ťažili z oživenia globálneho obchodu a ich HDP prekonal predkrízové úrovne (graf 1). Zotavovanie rozvíjajúcich sa ekonomík najmä v Ázii a Latinskej Amerike pokračovalo rýchlym tempom. Krajiny regiónu východnej Ázie dokonca čelia prehrievaniu svojich ekonomík, silnému prílevu zahraničného kapitálu a rýchlemu rastu cien aktív. Rast svetového hospodárstva ťahala tvorba zásob; oživil

sa aj investície do fixného kapitálu, najmä strojov a zariadení (graf 2), čo by mohlo signalizovať udržateľnosť ekonomického zotavovania. Súkromná spotreba rýchlo rástla v rozvíjajúcich sa ekonomikách, kým vo vyspelých krajinách bola negatívne poznačená vysokou nezamestnanosťou, stagnujúcimi príjmami a znehodnotenými aktívami domácností.

Nadalej prevládajú negatívne faktory pre obnovenie vyššej dynamiky globálneho hospodárskeho rastu v krátkom a aj strednom časovom horizonte.

V krátkom horizonte bude na dynamiku rastu globálnej produkcie negatívne vplyvať šetrenie vlád vo vyspelých a rozvíjajúcich sa krajinách, kde kapacita verejných rozpočtov stimulovať dopyt dosiahla a miestami prekročila svoje limity (graf 3), a pomalšia tvorba zásob.² Výraznejšie oživenie súkromného dopytu vo vyspelých krajinách bude nadalej tlmené slabými bilančiami domácností, pretrvávajúcou vysokou nezamestnanosťou, rizikami na finančných trhoch a stagnujúcimi tržmi s nehnuteľnosťami. Aj keď

Graf 1 Porovnanie HDP v 2.Q 2010 s rokom 2008 (index, 2.Q 2008 = 100)



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.

Poznámka: CEE = Stredná a východná Európa, CIS = Spoločenstvo nezávislých štátov.

Graf 2 Reálne hrubé fixné investície (anualizovaná medzikvartálna zmena v %)

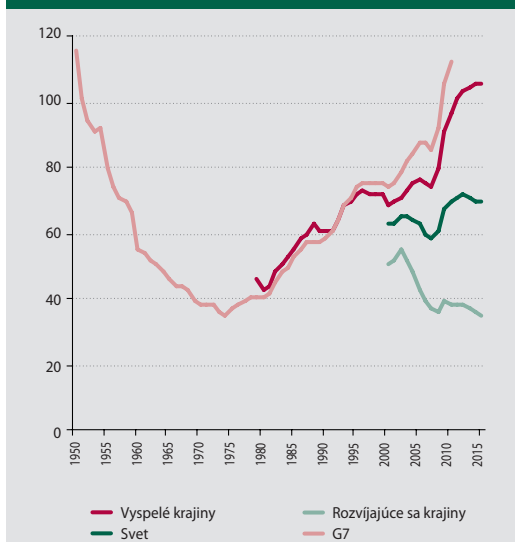


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.

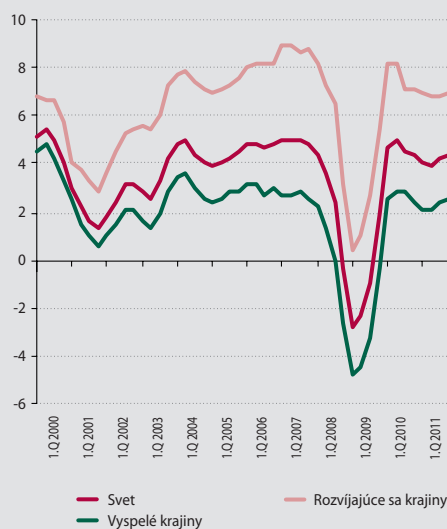
Poznámka: Stroje a zariadenia = PPP vážené priemery za eurozónu, USA, Japonsko a Veľkú Britániu.

1 MMF: World Economic Outlook, október 2010.

2 Už v treťom štvrtroku 2010 došlo k spomaleniu globálneho ekonomického oživenia.

Graf 3 Verejný dlh (% HDP)


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.
Poznámka: Údaje za roky 2010 až 2015 sú prognózy.

Graf 4 Rast reálneho HDP (medziročné zmeny, %)


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.
Poznámka: Údaje za roky 2010 a 2011 sú prognózy.

domáci dopyt v rozvíjajúcich sa krajinách bude relatívne zdravý, v strednodobom horizonte pravdepodobne nevykompenzuje slabší dopyt vo vyspelých krajinách. Naznačuje to pomalé a zdĺhavé oživovanie globálneho hospodárskeho rastu (graf 4).

Pre udržateľný hospodársky rast v strednom a dlhodobom horizonte budú nevyhnutné zásadné štrukturálne reformy hlavne v krajinách s nízkym podielom domácej spotreby na produkcii.

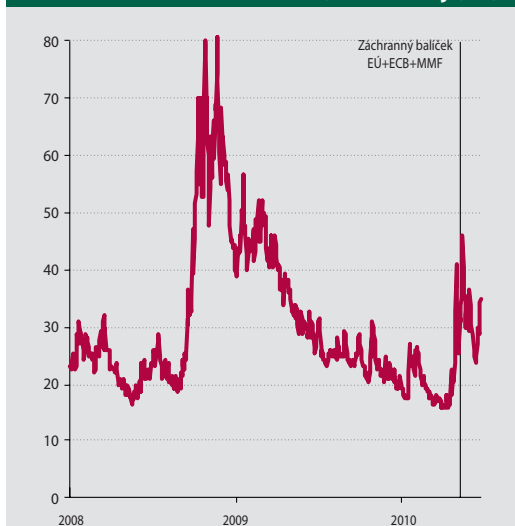
Ak má mať ekonomické oživenie zdravý základ a udržateľnejší vývoj, bude v prvom rade nevyhnutné, aby krajiny so štrukturálne slabým dopytom a veľkými devízovými rezervami uskutočnili reformy na podporu domácej spotreby a investícií do neobchodovateľného sektora. Kroky týmto smerom sa už realizujú, no ich prínosy budú citelné až s odstupom niekoľkých rokov.³ V krajinách, kde došlo k prasknutiu bublín na trhoch s nehnuteľnosťami musia zákonite nasledovať reformy na podporu rastu potenciálneho produktu, zvýšenie konkurencieschopnosti a výraznejšej orientácie na export s vysokou pridanou hodnotou. V súhrne ide o komplex zložitých reforiem v lokálnom, ale aj globálnom rozmere, realizácia ktorých namiesto krátkozrakých riešení vyžaduje fundované a globálne koordinované politické rozhodnutia. Zlyhanie týchto snáh by

veľmi pravdepodobne viedlo k prudkému nárastu protekcionizmu a obchodným vojnám s negatívnymi dopadmi na globálnu ekonomiku.

Volatilita na finančných trhoch sa počas prvého polroka 2010 zvýšila a globálna finančná stabilita bola výrazne ohrozená z dôvodu vysokého kreditného rizika štátov. Záchranne opatrenia vlád a centrálnych bánk situáciu stabilizovali len dočasne. Obavy investorov sa presunuli na udržateľnosť hospodárskeho oživenia.

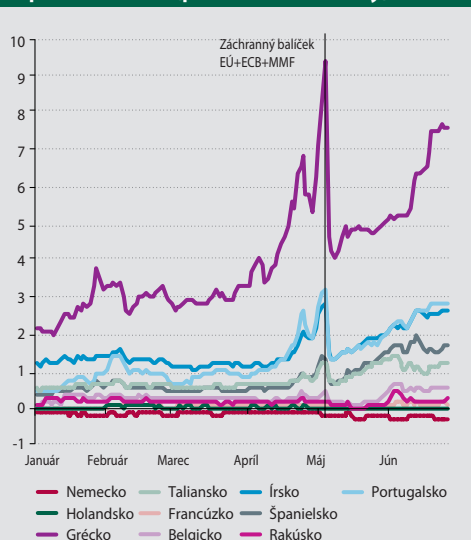
Riziko štátov (*sovereign risk*) vnímali investori intenzívnejšie už od novembra 2009. Prejavovalo sa to rastom úrokových spreadov vládnych dlhopisov Grécka a ďalších finančne slabých krajín eurozóny. Obavy investorov o schopnosť Grécka splácať úvery prudko vzrástli koncom apríla 2010, keď Standard & Poor's znížila rating gréckeho vládneho dlhu na BB+ (špekulatívne pásmo). Averzii k riziku na finančných trhoch ďalej vystupňovalo zníženie ratingu Portugalska a Španielska. Pokračujúcemu prepadu cien gréckych vládnych dlhopisov nezabránilo ani oznámenie záchraného balíka EÚ pre Grécko v objeme 110 mld. € (2. mája 2010) a rozhodnutie ECB o zrušení požiadavky na minimálny rating kolaterálu pri jej úverových operáciách. Prudký prepád cien vládnych dlhopisov dotknutých krajín spôsobil straty z trhového pre-

³ Napríklad 12. päťročnica Číny schválená ústredným výborom v polovici októbra 2010 naznačuje komplex zásadných opatrení a reforiem, ktorých cieľom je zmena hospodárskeho modelu z proexportne orientovaného na model ťahaný domácom dopytom.

Graf 5 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.

Graf 6 CDS rozpätia pre štátne dlhopisy v 1. polroku 2010 (percentuálne body)


Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, október 2010.

Poznámka: CDS rozpätie = prémia platená kupujúcim predávajúcemu za ochranu pred defaultom.

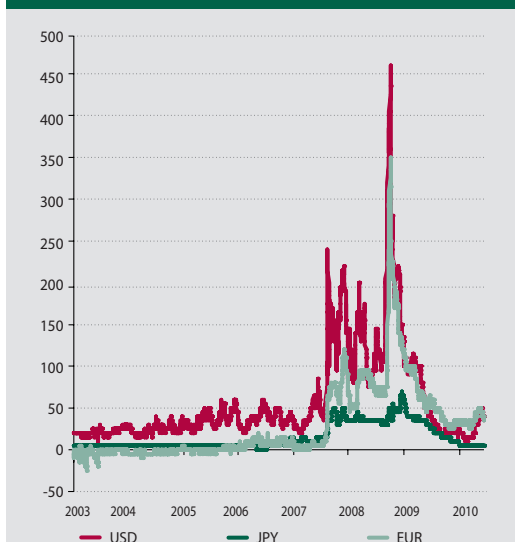
cenenia týchto aktív pre mnohých investorov. Kríza na trhu vládnych dlhopisov eurozóny sa v máji 2010 rozšírila na globálne akciové, devalvované (euro sa znehodnotilo voči najvýznamnejším menám) a komoditné trhy (grafy 5,6,7). Nedôvera sa preniesla aj na medzibankové trhy a európske banky mali opäť problém požíčovať si dolárovú likviditu (graf 8). Hoci za cenu vyššieho morálneho hazardu, no osoby zodpovedné za jednotlivé politiky nenechali situáciu zísť tak ďaleko ako v septembri 2008.⁴ Predstavitelia EÚ 10. mája 2010 zverejnili záchranný balík v celkovom objeme 750 mld. € (zdroje *European Financial Stability Facility*, EÚ a MMF). ECB súčasne oznámila program nákupu štátnych a súkromných dlhopisov eurozóny s nefunkčnými sekundárnymi trhmi s cieľom podporiť ich likviditu. ECB tiež rozšírila svoje dlhodobé finančné operácie bankového sektora eurozóny (LTRO) a opätovne boli zavedené dolárové swapové linky s Federálnym rezervným systémom a poskytovanie dolárovej likvidity bankovému sektoru. Tieto neštandardné opatrenia upokojili trhy – kreditné spready na vládne dlhopisy eurozóny prudko poklesli, akciové trhy začali rásť, euro sa zhodnotilo a podmienky na peňažných trhoch sa zlepšili. Zlepšenie situácie však

bolo iba dočasné, keď averziu voči rizikovým aktívam vyvolala nová vlna nedôvery investorov v udržateľnosť ekonomického oživenia v kontexte nevyhnutnej konsolidácie verejných rozpočtov.

Graf 7 Ceny komodít (USD)


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.

4 Blížšie v Správe o finančnej stabilite za rok 2009, box 1, s. 17.
http://www.nbs.sk/_img/Documents/ZAKLNBS/PUBLIK/SFS/SFS2009.pdf

Graf 8 TED rozpätie (bázické body)


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, október 2010.

Poznámka: TED rozpätie vyjadruje rozdiel 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 TED rozpätie väčšie, tým je vnímané riziko defaultu protistrany na medzibankovom trhu vyššie.

1.2 EKONOMICKÁ SITUÁCIA A STABILITA FINANČNÉHO SEKTORA EUROZÓNY

Ekonomika eurozóny rástla v druhom štvrtroku 2010 rýchlejšie než sa očakávalo, no riziká pre jej udržateľné zotavenie sú stále významné. Vývoj v jednotlivých krajinách ostáva veľmi rozdielny.

Hospodárska aktivita v eurozóne bola ešte v prvom štvrtroku 2010 tlmená nepriaznivým zimným počasím. V druhom štvrtroku už ale nadviazala na relatívne silné zotavenie globálneho obchodu a ekonomiky – prudký rast HDP bol ťahaný silným exportom najmä z Nemecka,

ale aj domácim dopytom (tabuľka 1). Trh práce sa stabilizoval, hoci v jednotlivých krajinách ostala situácia veľmi diferencovaná. Na konci prvého polroka 2010 bola úroveň HDP eurozóny stále pod predkrízovou úrovňou (graf 1). Rast HDP eurozóny sa do konca roka 2010 spomalil vplyvom očakávaného zmiernenia globálnej aktivity, no podmienky pre domáci dopyt (investície a spotrebu) ostali v niektorých krajinách priaznivé. Zotavenie eurozóny v ďalšom období však ostane pomalé, krehké a veľmi nerovnomerne rozložené medzi členské krajiny. K faktorom, ktoré ho budú v strednodobom horizonte negatívne ovplyvňovať patria výrazná exportná závislosť, pretrvávajúca silná neistota na finančných trhoch, stále krehký bankový sektor eurozóny a nevyhnutná fiškálna konsolidácia. Návrat ekonomickej recesie v EÚ stále nie je možné vylúčiť.⁵

Banky v eurozóne vo všeobecnosti zlepšovali svoju finančnú a kapitálovú pozíciu.

Finančná situácia veľkých bánk eurozóny sa počas prvého polroka 2010 zlepšovala. Ziskovosť rástla vďaka pozitívnemu vývoju v čistých úrokových príjmoch. Tie ťažili z vyšších úrokových rozpätí a strmej výnosovej krivky. K rastu ziskovosti v niektorých inštitúciách prispel aj výrazný pokles tvorby opravných položiek v porovnaní s rokom 2009. Výkonnosť niektorých bánk poklesla v druhom štvrtroku 2010 z dôvodu nižších výnosov z obchodovania. Solventnosť vzorky veľkých bánk sa vylepšovala aj počas prvého polroka 2010. Banky dopĺňali svoj kapitál zo ziskov z minulých období, emisiou akcií a v niektorých prípadoch aj z verejných zdrojov (graf 9). Ako ukázali aj výsledky celoeurópskeho stresového testovania (pozri ďalej) niektoré európske banky stále potrebujú doplniť vlastné zdroje vzhľadom na zvýšené riziká a pretrvávajú-

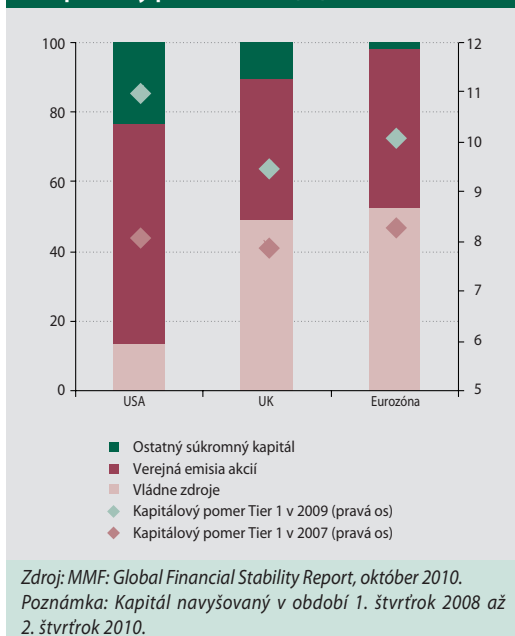
Tabuľka 1 Rast reálneho HDP (%)

	Zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku						Medziročná zmena		
	2009		2010				2009	2010	2011
	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q			
Eurozóna	0,4	0,2	0,3	1,0	0,4	0,3	-4,1	1,7	1,5
EÚ 27	0,3	0,2	0,4	1,1	0,5	0,4	-4,2	1,8	1,7

Zdroj: European Commission: European Economic Forecast, november 2010.

Poznámka: Na základe sezónne očistených údajov. Údaje kurzívou sú prognózy.

⁵ Index nákupných manažérov Markit poklesol v októbri 2010 na úroveň 53,4 (12 mesačné minimum). Hodnota indexu pod 50 signalizuje ekonomicke recesiu.

Graf 9 Štruktúra navýšeného kapitálu bánk a kapitálový pomer Tier 1 (%)


júcu neistotu vo finančnom systéme EÚ. Mnohé banky budú musieť pristúpiť k navýšovaniu kapitálu aj pre požiadavky vyplývajúce z novej regulácie (Bazilej III).

Najväčším rizikom pre finančnú stabilitu eurozóny je kreditné riziko štátu a prílišná závislosť bánk od krátkodobých zdrojov z trhu. Banky eurozóny budú naďalej čeliť zvýšeným kreditným rizikám domácností. Kreditné riziko podnikov mierne kleslo, no ostáva vysoké.

Kreditné riziko štátov (sovereign risk) ostáva v eurozóne vysoké aj po jeho eskalácii v máji a následnom veľmi ráznom zákroku štátov a centrálnych bánk proti jeho materializácii. Problémom je vysoký verejný dlh a veľká neistota ohľadom budúceho tempa ekonomického rastu. Potreba vysokého objemu refinancovania štátov a bánk v blízkej budúcnosti navyše znamená zostrenú konkurenciu pri dopyte po zdrojoch, čo v prípade slabších subjektov môže pri zhoršení nálad ľahko viesť k problémom s likviditou (*funding risk*). Obavy tiež vyvoláva pokračujúca vysoká závislosť niektorých bánk od zdrojov Eurosystému, čo naznačuje potrebu rýchlejšej reštrukturalizácie slabých bánk. Bilancie domácností v niektorých krajinách ostávajú pod zvýšeným tlakom z dôvodu stagnujúcich

príjmov, vysokej nezamestnanosti a klesajúcich cien nehnuteľností. Je preto možné očakávať ďalšie straty v portfóliu (najmä spotrebných) úverov domácnostiam. Ziskovosť podnikov sa mierne zvýšila a predpokladá sa jej ďalšie zlepšenie. Miera defaultov európskych podnikov na špekulatívnom stupni ratingového hodnotenia mala počas prvého polroka 2010 klesajúci trend a ku koncu uvedeného obdobia dosiahla hodnotu okolo 5 %. Základný scenár ECB počíta s jej ďalším poklesom v 3. štvrtroku 2010 a jej následnou stabilizáciou na úrovni okolo 2 %. Náznaky stabilizácie sa objavili aj v sektore komerčných nehnuteľností, no ceny ostávajú výrazne pod predkrízovými úrovňami a tento sektor ostáva jedným z najzraniteľnejších. Rizikovým faktorom je aj vývoj na trhu nehnuteľností v USA, voči ktorému majú banky EÚ vysoké expozície cez komplexné finančné nástroje.

Stresové testovanie na úrovni EÚ prispelo k zmierneniu obáv zo „skrytých strát“ v bankovom sektore EÚ a preukázalo jeho relatívne dobrú odolnosť voči nepriaznivému vývoju.

Stresové testovanie 91 najvýznamnejších európskych bánk (65 % aktív bankového sektora EÚ) ukázalo,⁶ že pri negatívnom makroekonomickom scenári (vrátane prehĺbenia krízy na trhu s vládnymi dlhopismi v EÚ) by agregátna kapitálová primeranosť Tier 1 týchto bánk poklesla z 10,3 % na konci roka 2009 na 9,2 % na konci roka 2011. Táto hodnota zahŕňa aj kapitál doplnený z vládnych zdrojov k 1. júlu 2010 v objeme asi 170 mld. €. V Tier 1 kapitálový pomer pri nepriaznivom scenári klesol pod 6 % (hranica pre nutné doplnenie kapitálu) v 7 bankách (v 51 bankách bol nad úrovňou 8 %). Spolu s výsledkami stresového testovania boli zverejnené aj expozície bánk voči rôznym štátom EÚ v členení na expozície v bankových knihách a obchodných knihách. Podľa ECB z týchto údajov vyplýva, že priamy dopad nepriaznivej udalosti (reštrukturalizácie štátneho dlhu) niektorej z najrizikovejších krajín EÚ na banky v iných členských štátoch by bol miernejší než sa pôvodne predpokladalo.⁷ Tu treba zdôrazniť, že predmetné banky držia až 83 % expozícií voči štátom v bankovej knihe, kde sa tieto nepreceňujú voči trhu. Voči poklesu trhovej hodnoty štátnych cenných papierov sa preto testovali len oveľa menšie obchodné portfólia bánk. Zároveň sa pri stresovom testovaní neuvažova-

⁶ Výsledky druhého celoeurópskeho stresového testovania boli zverejnené 23. júla 2010. Viac informácií je na www.c-eps.org

⁷ ECB: EU banking sector stability, september 2010.

lo s bankrotom členského štátu vzhľadom na v máji 2010 schválenú 3-ročnú garanciu (*European Financial Stability Facility*), pričom časový horizont testu končil v roku 2011. Bezprostredná reakcia trhov na zverejnené výsledky a celkovú transparentnosť stresového testovania (zverejnená bola aj metodológia) bola pozitívna súdiac podľa vývoja cien akcií a CDS rozpätí bánk v týždni po zverejnení. Otáznym bol však jeho prínos k zlepšeniu schopnosti trhového financovania slabších bánk.⁸

1.3 VÝVOJ A RIZIKÁ V REGIÓNE V4

Nerovnomerné zotavovanie sa krajín regiónu V4 z globálnej krízy pokračovalo počas prvého polroka 2010. Strednodobý výhľad pre udržateľné zotavenie je poznačený veľkou neistotou.

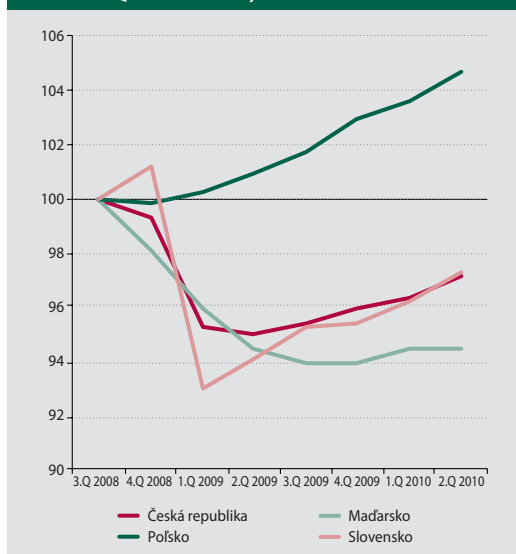
Ekonomiky regiónu V4 boli zasiahnuté globálnou krízou rôznou intenzitou v závislosti od štruktúry ich ekonomík, veľkosti makroekonomických nerovnováh v predkrízovom období a od miery závislosti od krátkodobého zahraničného financovania. Rovnaké faktory určovali aj rýchlosť ich zotavovania v prvom polroku 2010. Vo všeobecnosti bolo zotavovanie v regióne pomalé (graf 10). Slabý domáci dopyt zvýšil závislosť regiónu

od exportu a v jednotlivých krajinách na ekonomický rast negatívne vplývali aj nepriaznivé podmienky na finančných trhoch eurozóny. Naštartovanie produkcie v Nemecku v druhom štvrťroku bolo hlavným ťahúňom regiónu. Hlavnými rizikami pre strednodobý výhľad sú vysoká neistota v globálnej ekonomike a na finančných trhoch a ohlásené plány vlád na fiškálnu konsolidáciu.

Rizikom pre finančnú stabilitu regiónu sú najmä pretrvávajúce problémy v bankovom sektore eurozóny. Slovensko ako člen eurozóny je väčšmi chránené pred dôsledkami nárastu averzie k riziku.

Krízou na trhu s vládnymi dlhopismi v eurozóne sa preniesla aj na jednotlivé trhy krajín V4. Dôvodom je silná ekonomická závislosť krajín V4 od hospodárstva eurozóny a silné cezhraničné finančné väzby bankových sektorov eurozóny a krajín V4. Výmenné kurzy v máji 2010 prudko oslabili (graf 11) a CDS rozpätia na vládne dlhy, najmä tie s už predtým vyššími kreditnými prírážkami, rástli. Podľa MMF v prvom štvrťroku 2010 pokračoval odlev zdrojov z bánk širšieho regiónu strednej a východnej Európy do zahraničia, najmä do materských bánk. Dôvodom mohli byť zvýšená neistota na finančných tr-

Graf 10 Vývoj HDP v krajinách V4 (štvrtročne, index 3. Q 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat.

Graf 11 Vývoj kurzov mien krajín regiónu V4 voči euru (index január 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat.


Poznámka: Slovensko prijalo euro od 1. januára 2009, konverzný kurz bol stanovený 8. júla 2008.

⁸ Zaujímavá analýza výsledkov a prínosov druhého celoeurópskeho stresového testovania je v Blundell-Wignall, A. a Slovik, P.: *EU banks and sovereign debt exposures*, 14. septembra 2010. www.voxeu.org



hoch, slabší dopyt po úveroch v regióne, tlak na zvyšovanie kapitálu a problémy s prístupom materských bánk k trhovým zdrojom (tie sa zvýraznili v druhom štvrtroku 2010). Je vysoko pravdepodobné, že turbulencie na finančných trhoch krajín regiónu sa zopakujú v prípade opätovnej vlny nedôvery na finančných trhoch

eurozóny alebo inde vo svete. Najzraniteľnejšou krajinou regiónu V4 je stále Maďarsko, kde situáciu môže skomplikovať nedôveryhodná fiškálna politika a chýbajúce štrukturálne reformy. Slovensko ako člen eurozóny je v regióne najlepšie chránené proti nárastu averzie investorov k riziku.



VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU



2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2.1 CELKOVÝ VÝVOJ EKONOMIKY SR

Vnútorne makroekonomické podmienky pre finančnú stabilitu boli oproti predchádzajúce-
mu obdobiu mierne priaznivejšie. Z postupného oživovania ekonomiky, ktoré sa prejavilo už od druhého polroka 2009, profitovali však len niektoré segmenty ekonomiky. Rast výkonu ekonomiky súvisel hlavne s postupným obnovením zahraničného dopytu. Dopyt domáceho súkromného sektora stagnoval. Vzhľadom na nadmerne optimistický rozpočet a nadchádzajúce voľby vzrástla však spotreba verejnej správy.

Rast indikátorov ekonomického sentimentu naznačoval obnovenie dôvery v aktuálny i budúci ekonomický vývoj. V časti podnikov sa oživenie premietlo do opätovného rastu ziskovosti. Vzhľadom na oneskorenie reakcií trhu práce na vývoj dopytu sa oživenie v prvom polroku 2010 ešte nepremietlo do poklesu nezamestnanosti.

Negatívom vývoja bol rast zadlženosti sektora verejnej správy podmienený nadmieru optimistickými rozpočtovými plánmi, protikrizovými opatreniami i poklesom daňových príjmov pri raste sociálnych výdavkov. Aj v roku 2010 pokračovalo zmiernenie vonkajšej makroekonomickej nerovnováhy najmä vplyvom poklesu deficitu zahraničnoobchodnej bilancie. Obnovenie pohybu kapitálu sa prejavilo opätovným prílevom priamych zahraničných investícií. Na rozdiel od predchádzajúcich rokov však v ostatných kategóriách investícií dominovali kapitálové toky z domácej ekonomiky do zahraničia.

Uvoľnená menová politika ECB s historicky nízkymi úrokovými sadzbami pomohla zadlženým subjektom znižovať náklady na obsluhu dlhov, nepriniesla ale očakávané oživenie financovania reálnej aktivity, ktoré by sa prejavilo rastom nových investícií.

Slovensko si počas krízy dôvery v suverénne štáty udržalo dôveru trhov, takže vývoj spreadov vládnych dlhopisov nebol výraznejšie negatív-

ne ovplyvnený. Významné ratingové agentúry hodnotili Slovensko na úrovni A+⁹ so stabilným výhľadom.

Slovensko je ako malá a otvorená ekonomika do veľkej miery závislá od zahraničného dopytu po slovenských exportoch a od kondície obchodných partnerov. Determinujúcim faktorom budúceho vývoja bude dopyt a jeho kvalita. Otázne je naďalej stabilizovanie a udržateľnosť rastu v eurozóne po doznení pôsobenia vládnych stimulačných opatrení. Možno predpokladať, že aj v prípade optimistických výhľadov bude mať rast ekonomík podstatne nižšie tempo ako v období pred nástupom krízy. Od toho závislý rast potenciálu slovenskej ekonomiky sa môže zrýchľovať v strednodobom horizonte.

Ekonomika SR v prvom polroku 2010 opätovne rástla.

Reálny HDP vzrástol v prvom polroku 2010 medziročne o 4,7 %. Prorastovo pôsobil najmä zahraničný dopyt. Domáci dopyt rástol najmä vplyvom konečnej spotreby verejnej správy. Spotrebiteľský dopyt stagnoval, investičný dopyt bol naďalej utlmený avšak prorastovo pôsobil vplyv cyklu zásob. Vzhľadom na rast HDP pri poklese zamestnanosti produktivita práce v prvom polroku 2010 výrazne rástla. Rast reálnej produktivity práce výrazne predstihol rast reálnych miezd.

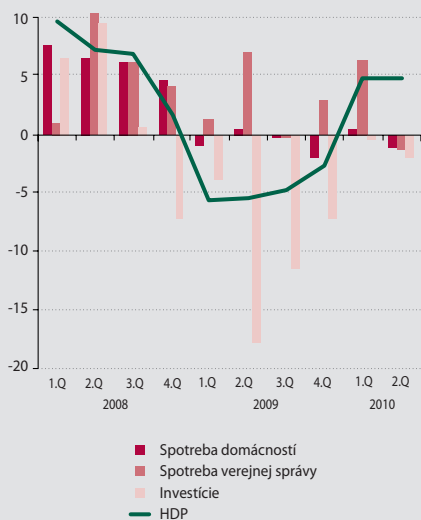
Konkurencieschopnosť bola podporovaná nízkym rastom cien. Inflácia patrila medzi najnižšie v eurozóne.

Spomalenie domáceho dopytu a nižší rast miezd znamenali oslabovanie inflačných tlakov, čo sa premietalo do spomaľovania medziročnej HICP inflácie na nízku úroveň (0,3 % v júni 2010). Pre nasledujúce obdobie NBS predpokladá postupné zrýchľovanie tempa rastu cien, najmä potravín a energií v druhom polroku 2010.

Oslabovanie eura v prvom polroku 2010 prispelo k udržiavaniu pomerne priaznivej pozície.

⁹ A+ podľa Standard & Poors, A1 podľa Moody's, A+ podľa Fitch, so stabilným výhľadom.

Graf 12 Vývoj HDP – zložky (štvrtročná zmena, %)



Zdroj: ŠÚ SR.

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



Zdroj: ŠÚ SR.

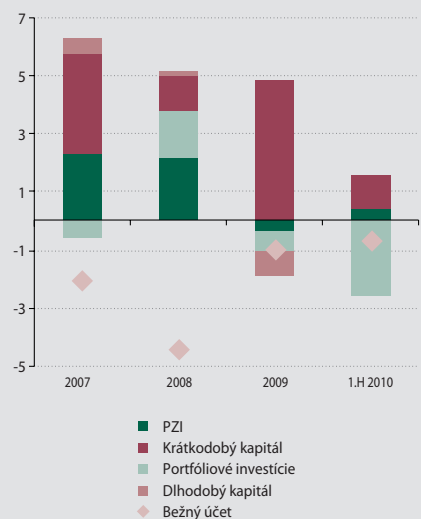
Externá výkonnosť sa nezhoršila.

Cenová konkurencieschopnosť slovenského exportu, meraná indexom nominálneho efektívneho kurzu (NEER) sa od druhého polroka 2009 naďalej zlepšovala. Oslabenie NEER spolu s pôsobením relatívne rýchleho poklesu inflácie a jej nižšej úrovne v porovnaní so situáciou v krajinách väčšiny relevantných obchodných partner-

rov viedlo k oslabeniu aj reálneho efektívneho výmenného kurzu.

Positívom vývoja v prvom polroku 2010 bolo zníženie deficitu bežného účtu na úroveň 2 % HDP. Tento výsledok bol podporený najmä prebytkom zahraničnoobchodnej bilancie. Opätovne sa zvýšil deficit bilancie výnosov, keď sa vyššia ziskovosť podnikov premietla do nárastu vypla-

Graf 14 Krytie deficitu bežného účtu (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 15 Zahraničná zadlženosť (% HDP)



Zdroj: NBS.

tených dividend a úrokov zahraničným investo-
rom. V pohybe celkových kapitálových tokov
v priebehu roka 2010 dominovali toky z domácej
ekonomiky do zahraničia a kapitálový a finančný
účet za šesť mesiacov roka 2010 zaznamenal de-
ficit (572,8 mil. €). Za týmto vývojom stál najmä
rast záujmu rezidentov o zahraničné cenné pa-
piere v kategórii portfóliových investícií a pokles
prijatých vkladov v rámci bilancie ostatných in-
vestícií.

Zahraničná zadlženosť vzrástla na 47 908 mil. €
(74,3% HDP). Podiel krátkodobého dlhu na cel-
kovom hrubom zahraničnom dlhu vzrástol na
58,5%. V súvislosti so vstupom do eurozóny sa
v štruktúre zadlženosti voči zahraničiu zvýšila
expozícia sektora vlády a NBS¹⁰. Čistá zahraničná
zadlženosť krajiny (bilancia aktív a pasív SR voči
zahraničiu) však v pomere k veľkosti ekonomiky
poklesla. Vzťah medzi vývojom bežného účtu
a medzinárodnej investičnej pozície sa diskutuje
v prílohe 2.

Fiškálna politika potrebuje dôveryhodný plán konsolidácie.

Pokles výkonu ekonomiky znamenal nižšie očá-
kované príjmy verejných financií, ktoré spolu
s rastom výdavkov viedli k rastu deficitu verej-
ných financií vysoko nad maastrichtskú referenč-

nú hodnotu. V roku 2010 by mal rozpočtový de-
ficit dosiahnuť úroveň 7,8% HDP.

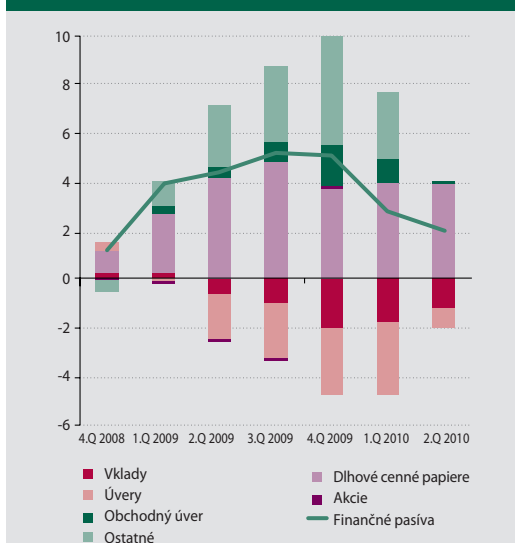
Aj napriek nárastu nedôvery investorov si Slo-
vensko udržalo priaznivé rizikové marže a štát
sa financoval bez problémov. Riziková prémie
na vládne cenné papiere oproti nemeckým dl-
hopisom bola stabilná, rast spreadov ku koncu
polroka bol podmienený poklesom výnosov
nemeckých dlhopisov. V apríli 2010 SR úspešne
emitovala 10-ročný dlhopis v celkovej hodnote
1,5 mld. € s výnosom 4,054%, čo znamenalo
historicky najnižšiu sadzbu slovenského dlho-
pisu na európskom trhu. Vláda SR emitovala
vo forme dlhopisov v prvom polroku 4,3 mld.
€, v roku 2010 ARDAL plánuje kryť štátny dlh vo
výške 7 mld. €.

V štruktúre financovania sektora verejnej správy
prevládalo financovanie prostredníctvom dlho-
vých cenných papierov, ale rástli aj záväzky ve-
rejnej správy voči ostatným sektorom. Úverové
financovanie bolo splácané.

Riziká z domáceho makroekonomického prostre- dia majú tendenciu pretrvávajúť.

Vývoj verejných financií predstavuje v stredno-
dobom horizonte pre finančnú stabilitu zdroj
rizík. V najbližšom období bude situáciu deter-

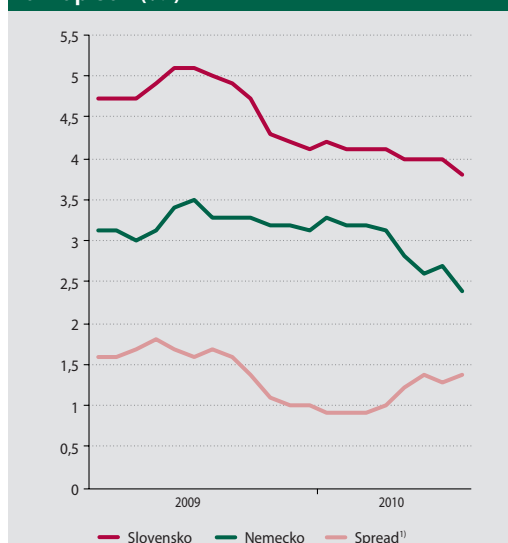
Graf 16 Finančné pasíva (mld. EUR)¹⁾



Zdroj: NBS.

1) Transakcie, kumulovane za 4 štvrtroky.

**Graf 17 Vývoj výnosov 10-ročných štátnych
dlhopisov (%)**



Zdroj: MF SR.

1) Spread v percentuálnych bodoch.

¹⁰ Nárast krátkodobého zahraničného dlhu NBS vyplynul z rozhodnutia NBS transformovať refinančnú pozíciu voči bankovému sektoru po vstupe do eurozóny pôžičkou z eurosystému. Protipoložkou tejto pozície sú zahraničné aktíva NBS.

minovať konsolidácia verejných financií. (Príloha 3 analyzuje, ako sa zohľadňoval deficit a dlh v rozpočtovej politike EÚ 27.) Tá bude minimálne pre rok 2011 znamenať negatívny dopytový šok s dopadmi na vývoj disponibilných príjmov domácností, nákladov podnikov a môže prispieť k zvýšeniu nezamestnanosti. Výhľadovo je to však nevyhnutný krok, potrebný na zachovanie domácej finančnej stability. Strednodobo napomáha znižovať riziká vysokého deficitu a zadlženosti verejného sektora. Perspektívne prispeje k stabilizácii nákladov na získanie kapitálu.

Pre udržanie finančnej stability je potrebné, aby plán konsolidácie bol dôveryhodný. Udržateľnosť dlhovej pozície v tom prípade nebude spochybiteľná. Vzhľadom na vyššie reakcie finančných trhov na situáciu vo fiškálnom sektore v krajinách eurozóny by tak Slovensko mohlo predísť riziku náhleho zhoršenia emisných podmienok. Slovensko je ako malá ekonomika vystavené aj riziku asymetrických reakcií trhov na vývoj v menších ekonomikách, keď trhy majú tendenciu citlivejšie reagovať na deficit v malých krajinách aj pri pomerne zdravších fundamentoch.

System poistenia vkladov v bankách zaznamenal pozitívnu zmenu. Nová direktíva EÚ o poistení vkladov, ktorá vstúpi do platnosti v roku 2011 znamená, že sa v SR upustí od neobmedzenej garancie vkladov. V porovnaní s predchádzajúcou garančnou schémou (platnou do novembra

roku 2008), ktorá obsahovala aj motivačné prvky (10%-ná spoluúčasť) však nová úprava so 100%-nou mierou náhrady vkladu (do výšky 100 000 €) predstavuje riziko určitého morálneho hazardu.

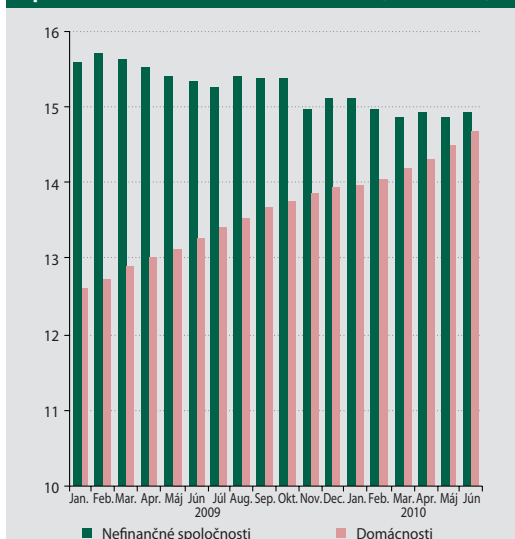
2.2 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Celkový stav úverov súkromnému sektoru v prvom polroku 2010 rástol, avšak financovanie domácností rástlo výrazne pomalšie ako v predkrízovom období. Financovanie nefinančných spoločností naďalej klesalo.

Vývoj novoposkytnutých úverov podnikom v prvom polroku nevykazoval jednoznačný trend, v štruktúre novoposkytnutých úverov prevažovali prevádzkové úvery. Z novoposkytnutých úverov domácnostiam rástli najmä úvery na bývanie, rast spotrebiteľských úverov sa spomalil.

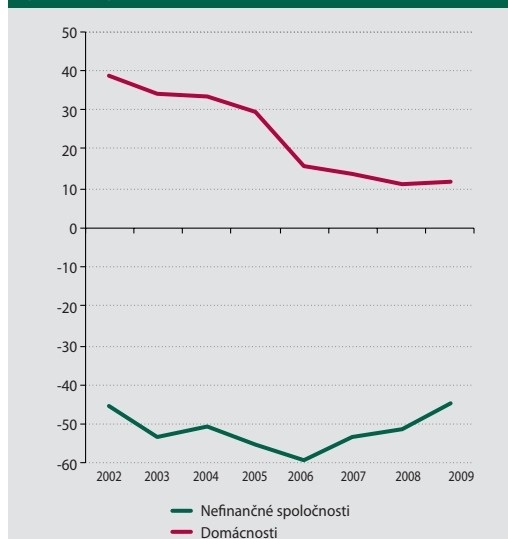
Bilančná položka čisté pôžičky poskytnuté/prijaté meria čistú potrebu financovania alebo čisté finančné investície sektora. Rast tejto bilančnej položky v prípade podnikov nastal s poklesom vonkajšej zadlženosti a pomerne výraznou akumuláciou finančných aktív. Prispôsobenie bilancie je reakciou podnikov na krízu. V sektore domácností bolo mierne zlepšenie veriteľskej pozície oproti predchádzajúcemu roku dosiahnuté rýchlejším rastom finančných aktív ako bol rast záväzkov.

Graf 18 Stav úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 19 Čisté pôžičky poskytnuté (+) prijaté (-) (% HDP)



Zdroj: ŠÚ SR.

Finančná pozícia podnikov sa zlepšila.

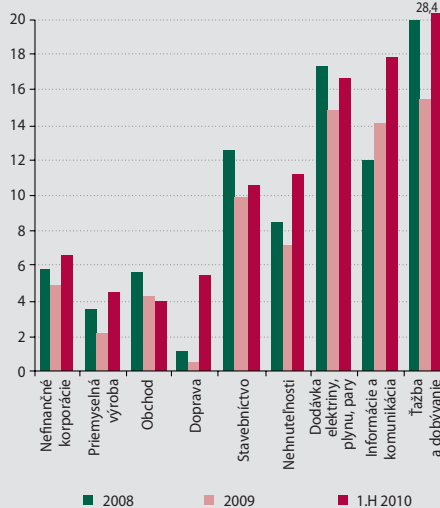
Oživenie ekonomiky sa odrazilo v opätovnom raste ziskovosti. Nefinančné podniky zaznamenali v prvom polroku 2010 rast ziskov v medziročnom porovnaní o 38% na 4560 mil. €. Najväčší podiel na tvorbe zisku mali podniky v priemyselnej výrobe, v odvetví dodávky elektriny a plynu a v obchode. Naďalej pretrvávala výrazná divergencia v ziskovosti odvetví.

V prostredí vysokej miery neistoty negatívne pôsobiacom na vývoj príjmov, zaujali podniky opatrný prístup k investovaniu a zadlžovaniu sa. Platobná disciplína je naďalej obmedzujúcim faktorom podnikania, keď počet insolvenčností v prvom polroku 2010 ďalej rástol.

Indikátory podnikateľskej dôvery zaznamenávali zlepšovanie. Naďalej rástla dôvera v priemysle, službách a maloobchode. Mierne sa zlepšilo hodnotenie podnikateľskej klímy aj v stavebníctve.

Hospodárska kríza si vyžiadala zmeny v bilanciach podnikov. Problematickejšie získavanie externých zdrojov financovania sa premietlo do poklesu zadlženosti nefinančných podnikov na základe indikátora pasíva/finančné aktíva. Pomer pasív voči HDP bol ovplyvnený výrazným poklesom HDP v roku 2009.

Graf 20 Ziskovosť podnikov (%)

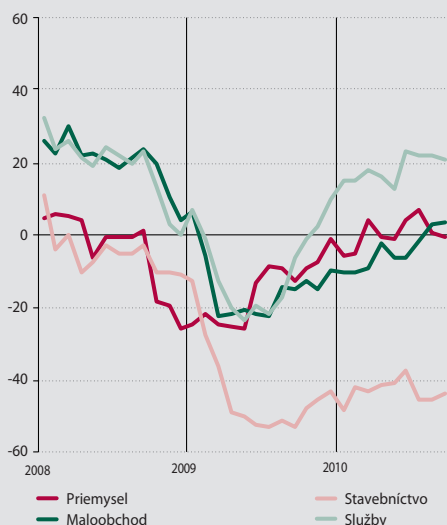


Zdroj: ŠÚ SR.

Poznámka: Ziskovosť = zisk/výnosy.

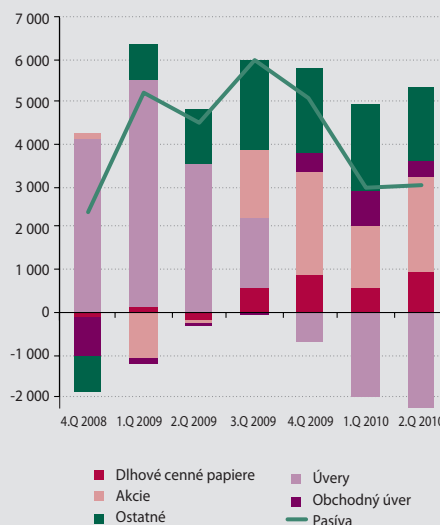
V štruktúre financovania podnikov sa zvýšilo financovanie formou emisie majetkových cenných papierov. Dlhové financovanie oproti minulosti výrazne klesalo, pričom podniky preferovali emisie dlhových cenných papierov a obchodné

Graf 21 Konjunkturálne indikátory (saldo)



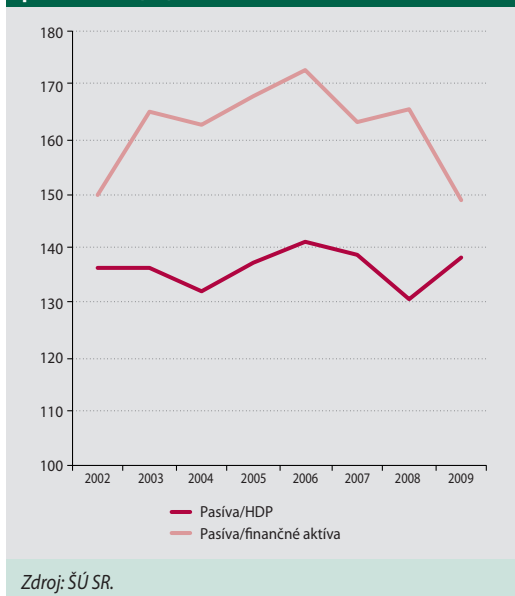
Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 22 Financovanie podľa nástrojov (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulovane za 4 štvrtroky.

Graf 23 Zadlženosť nefinančných podnikov (%)


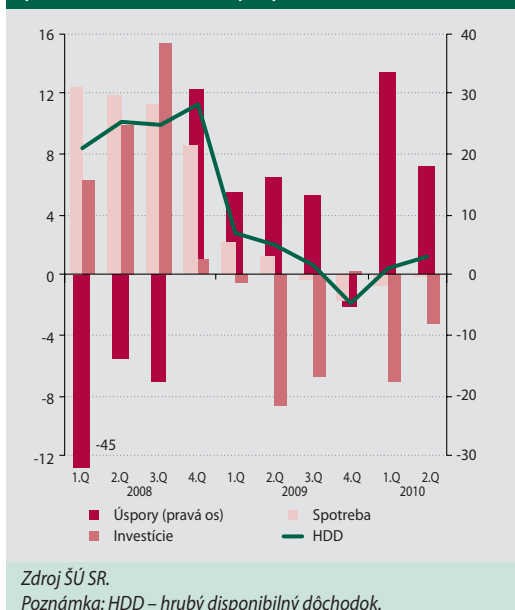
úvery a znižovali úverové záväzky. Možnosti diverzifikovať zdroje financovania majú však najmä väčšie podniky alebo podniky v medzinárodnom vlastníctve, v prípade malých a stredných podnikov je podstatne vyššia závislosť od úverového financovania z bánk.

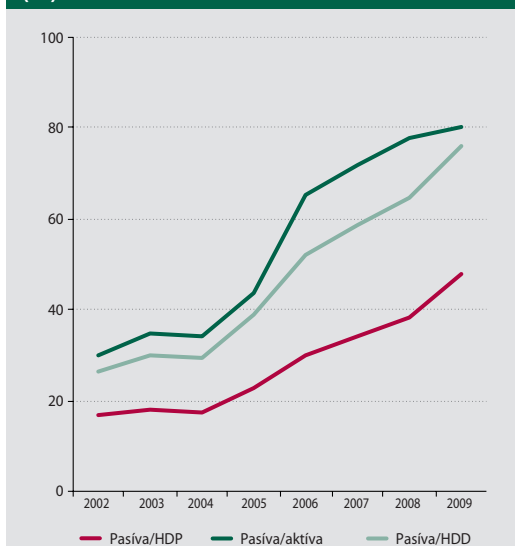
Finančná pozícia domácností bola v prvom polroku 2010 poznačená negatívnym vývojom na trhu práce a stagnáciou príjmov.

Situácia na trhu práce sa zhoršila, aj keď s klesajúcou dynamikou. Miera nezamestnanosti sa zvyšovala. Pozitívom je opätovný rast zamestnanosti v domácej ekonomike v druhom štvrtroku 2010. Naďalej však klesala ponuka voľných pracovných miest.

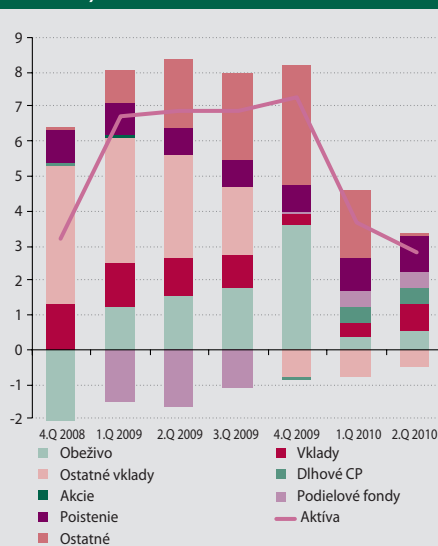
Hrubý disponibilný príjem domácností stagnoval, poklesol najmä rast príjmov z práce a podnikania, ktoré sú pre splácanie záväzkov domácností kľúčové. Rastúca miera úspor domácností naznačuje vysokú mieru neistoty a nižšiu dôveru domácností v budúci ekonomický vývoj. Domácnosti boli tiež opatrnejšie pri investičných rozhodnutiach, keď miera investícií klesala. Spotreba stagnovala, rástla najmä miera úspor.

V skladbe finančných aktív domácností sa prejavilo opúšťanie konzervatívnejšieho prístupu k alokácii úspor a opätovný nárast záujmu o rizikovejšie produkty (ktorých výnosovosť sa obnovila). Rástla preferencia produktov ako akcie, podielové fondy a dlhové cenné papiere, kým nízko úročené vklady poklesli.

Graf 24 HDD, spotreba, úspory, investície (medziročná zmena, %)

Graf 25 Trh práce – nezamestnanosť a miera voľných pracovných miest (%)


Graf 26 Ukazovatele zadlženosti domácností (%)


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 27 Finančné aktíva domácností (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Transakcie kumulovane za 4 štvrtroky.

Časť domácností využívala nízke úrokové sadzby na refinancovanie záväzkov z minulosti. V skladbe úverov na bývanie nastal posun k dlhším fixáciám. Spolu s poklesom spotreby klesol aj dopyt po spotrebiteľských úveroch.

Schopnosť domácností priebežne splácať ich dlhy (pasíva) voči disponibilným príjmom bola na agregátnej úrovni dostatočná, pomer úverových splátok k disponibilnému príjmu bol na úrovni 26 %. Neistoty ohľadom vývoja budúcich príjmov podnietili domácnosti akumulovať úspory a ovplyvnili spomalenie tempa zadlžovania sa, meraného pomerom pasív voči finančným aktívam, ktorý indikuje schopnosť domácností splatiť dlh jednorazovo. Vzhľadom na spomalenie rastu disponibilných dôchodkov sa však výraznejšie zhoršil pomer pasív voči hrubému disponibilnému dôchodku. Prejavy finančného stresu domácností sa zvyšovali, keď rástol objem nesplácaných úverov.

Strednodobé riziká v sektore nefinančných spoločností a domácností pretrvávajú.

Riziká sektora nefinančných spoločností pre finančnú stabilitu pretrvávajú, vzhľadom na pretrvávajúce neistoty spojené s udržateľnosťou

ekonomického oživenia v zahraničí i v domácom prostredí. Priestor na tvorbu ziskov a rezerv v bilanciách je naďalej obmedzený, čo negatívne pôsobí na schopnosti podnikov uhrádzať svoje záväzky.

Zadlženosť domácností síce ďalej narastala, no bilancia sektora domácností nepredstavovala pre finančnú stabilitu zdroj rizík. Za predpokladu, že sa oživenie ekonomickej aktivity premietne do situácie na trhu práce a stabilizuje sa vývoj príjmov domácností – najmä príjmov z práce a podnikania – môže sa bilancia sektora posilniť a zastabilizovať schopnosť domácností splácať záväzky. Okrem priameho prepojenia na finančný sektor cez domácnosti s úverovými záväzkami je dôležitý aj prenos nepriamo cez reálnu ekonomiku, kde nízke mzdy a nízky dopyt pôsobia spätne negatívne na sektor podnikov. Tento kanál bude ešte v blízkej budúcnosti významný.

Zdá sa, že čiastočne prebieha potrebná náprava v bilanciách prostredníctvom refinancovania úverov pri nižších úrokových sadzbách. Vzhľadom na predlžovanie fixácie úrokových sadzieb pri novoposkytnutých úveroch sa perspektívne znižuje expozícia slovenských domácností voči riziku rastu úrokových sadzieb z úverov.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 3

VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

3

3 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

Pokračujúce zlepšovanie makroekonomickej situácie na Slovensku počas prvého polroka 2010 sa odzrkadlilo aj vo finančnom sektore. Aktíva bankového sektora po výraznejšom poklese v roku 2009 rástli v prvom polroku 2010 len mierne; väčšina bánk sa naďalej správala veľmi konzervatívne. Bankám sa však podarilo medziročne zlepšiť svoju finančnú a kapitálovú pozíciu, a tým aj posilniť odolnosť voči negatívnym šokom. Bankový sektor ostal citlivý najmä na straty z podnikových úverov. Lepšie sa darilo sektorom zameraným na správu finančných aktív, kde rast objemu aktív podporil aj priaznivejší vývoj na svetových finančných trhoch (grafy 28 a 29).

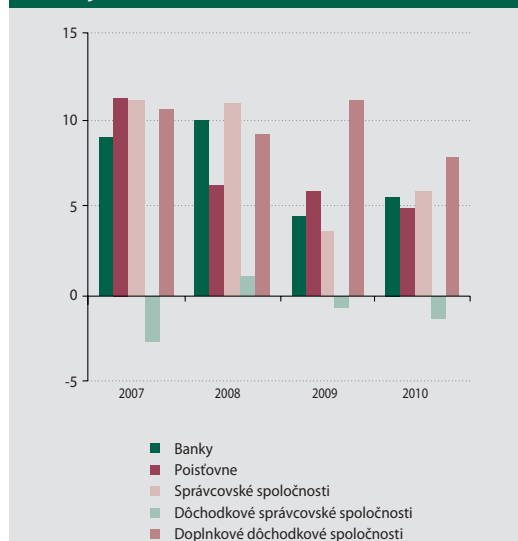
3.1 VÝKONNOSŤ BANKOVÉHO SEKTORA

Čistý zisk bankového sektora sa v prvom polroku 2010 vrátil k medziročnému rastu, no zďaleka nedosiahol úroveň predkrízového obdobia. Bankovému sektoru rástol zisk z retailových operácií a čistý úrokový výnos z cenných papierov. Pokračoval pokles prevádzkových nákladov, čo prispelo aj k zlepšeniu prevádzkovej efektivity bánk.

Objem opravných položiek a rezerv v bankovom sektore sa medziročne výrazne nemenil.

Čistý zisk bankového sektora za prvý polrok 2010 dosiahol hodnotu 240 mil. €, čo predstavuje pomerne významný medziročný nárast o 34 %.¹¹ Na jeho stále značne nižšiu hodnotu v porovnaní s predkrízovým obdobím okrem doznievajúcej krízy vplyva aj výpadok devízových príjmov bánk po prijatí eura v roku 2009. Na uvedený nárast čistého zisku mali vplyv najmä nárast zisku z retailových operácií, nárast čistého úrokového výnosu z cenných papierov a pokračovanie poklesu prevádzkových nákladov (graf 30). Naďalej relatívne významný kladný úrokový diferencál medzi dlhými a krátkymi úrokovými sadzbami (strmý priebeh výnosovej krivky) prispel k nárastu zisku z retailových operácií aj operácií s cennými papiermi. Počas prvého polroka 2010 celkové čisté úrokové rozpätie medziročne stúplo najmä vďaka výraznému poklesu (39 %) úrokových nákladov na vklady domácností (graf 31).¹² Pokles čistých úrokových aj neúrokových výnosov z ostatných sektorov bol spôsobený predovšetkým poklesom objemu úverov. Preja-

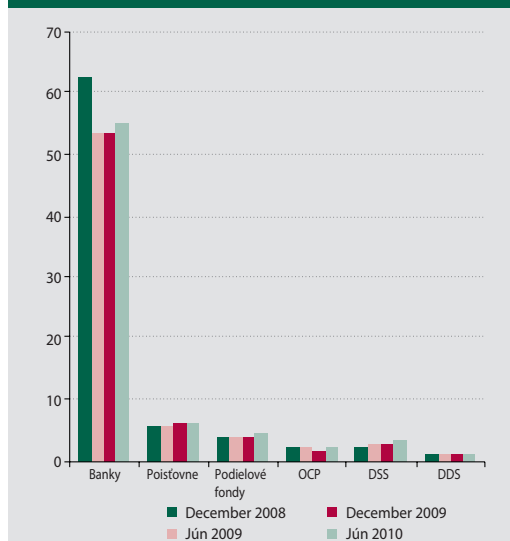
Graf 28 Priemerná hodnota ROE v jednotlivých segmentoch (k 30. júnu daného roka) (%)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Rentabilita vlastných zdrojov (ROE) je vyjadrená ako podiel čistého zisku na objeme vlastných zdrojov.

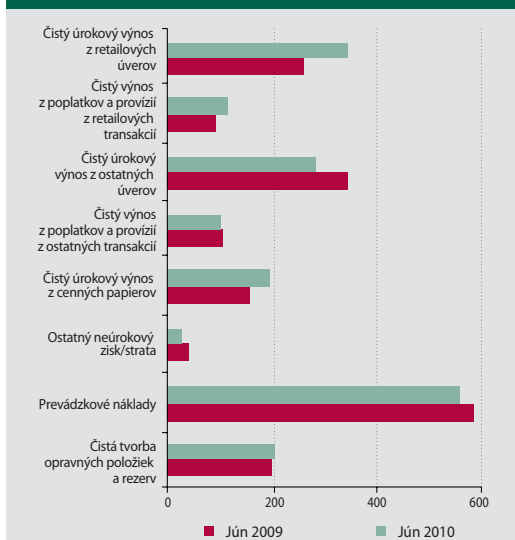
Graf 29 Objem aktív alebo spravovaného majetku v jednotlivých segmentoch finančného trhu (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

11 Uvedený medziročný rast čistého zisku sa však zníži, ak vezmeme do úvahy úplný výsledok hospodárenia. Ten dosiahol za prvý polrok 2010 medziročný rast o 16 %. Dôvodom nižšieho medziročného nárastu úplného výsledku hospodárenia je najmä pomerne výrazný pokles hodnoty vlastného imania (približne o 33 mil. €) z dôvodu zníženia reálnej hodnoty cenných papierov účtovaných v portfóliu finančných nástrojov na predaj, a to predovšetkým v troch bankách.

12 Úrokové miery na vklady boli v prvom polroku 2010 nižšie v porovnaní s prvým polrokom 2009 (medziročný pokles z 1,5% na 1,2%), keď boli úrokové sadzby zvýšené v snahe získať čo najviac vkladov domácností pri prechode na euro.

Graf 30 Hlavné položky ziskovosti (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Čistá tvorba opravných položiek a rezerv zahŕňa aj čistý zisk z postúpenia pohľadávok voči klientom tretím stranám.

Graf 31 Čisté úrokové rozpätie (%)


Zdroj: NBS.

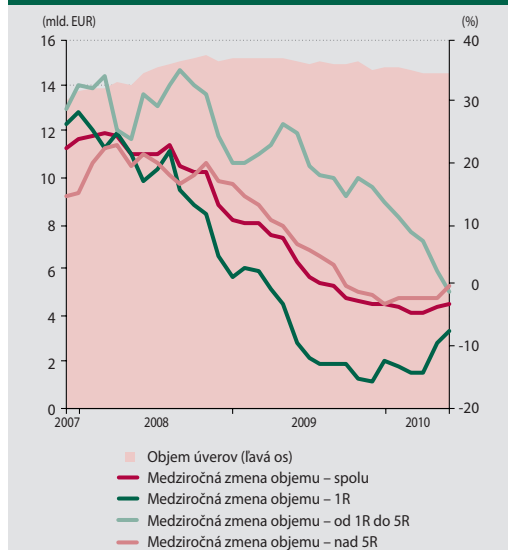
Poznámka: Čisté úrokové rozpätie predstavuje rozdiel medzi výnosovosťou úverov (podiel úrokových výnosov z úverov na celkových úveroch) a nákladovosťou vkladov (podiel úrokových nákladov z vkladov na celkových vkladoch).

vilo sa to najmä v podnikovom sektore. Vďaka medziročnému poklesu prevádzkových nákladov spolu s nárastom hrubých príjmov bankám rástla prevádzková efektívnosť. Podiel prevádzkových nákladov na príjmoch z bankových činností dosiahol v júni 2010 hodnotu 53%, čo je najnižšia hodnota za niekoľko posledných rokov pri sledovaní s polročnou frekvenciou. Celková čistá tvorba opravných položiek (OP) a rezerv (vrátane strát z odpisov a predaja zlyhaných úverov) sa medziročne zvýšila iba mierne, zo 196 mil. € na 202 mil. €. Zmenila sa však sektorová štruktúra tvorby OP – podiel čistej tvorby OP na úvery domácnostiam na celkovej čistej tvorbe OP vzrástol z 37% v prvom polroku 2009 na 51% v prvom polroku 2010.

Celkový objem úverov podnikom pokračoval v poklese. Hlavným dôvodom bol relatívne slabý dopyt po úveroch zo strany podnikov a prísne nastavenie podmienok, za akých banky tieto úvery poskytujú.

Mierny pokles celkového objemu úverov poskytnutých podnikovému sektoru pokračoval aj v prvej polovici roka 2010 (graf 32). Klesali predovšetkým prevádzkové úvery, ktorých objem od konca roku 2008 klesol na polovicu.

Spomaľovanie tempa rastu postupne prešlo do poklesu aj pri dlhodobějších investičných úveroch. Nezvýšil sa ani objem úverov poskytnutých na financovanie komerčných nehnuteľností, ktoré v minulom období ešte rástli v dôsledku financovania existujúcich projektov.

Graf 32 Vývoj objemu úverov nefinančným spoločnostiam


Zdroj: NBS.

Od začiatku roka 2010 bolo v tomto segmente minimum nových projektov. Banky pristupovali k financovaniu podnikového sektora naďalej opatrne; v prvom polroku 2010 väčšina bánk ponechala štandardy na nezmenenej úrovni (graf 33). Pretrvával aj slabý dopyt po úveroch zo strany podnikov. Uvedený stav ponuky a dopytu po podnikových úveroch súvisel s nepriaznivou situáciou, v akej podnikový sektor bol a neistým výhľadom pre jeho budúci vývoj. Podnikový sektor vykazoval nízku mieru využitia výrobných kapacít, pričom tá je určujúca pre dopyt po investičných úveroch. Pre mnohé odvetvia platí, že čím väčší bol prepád aktivity v roku 2009, tým väčší bol aj prepád úverovej aktivity v ďalšom období.

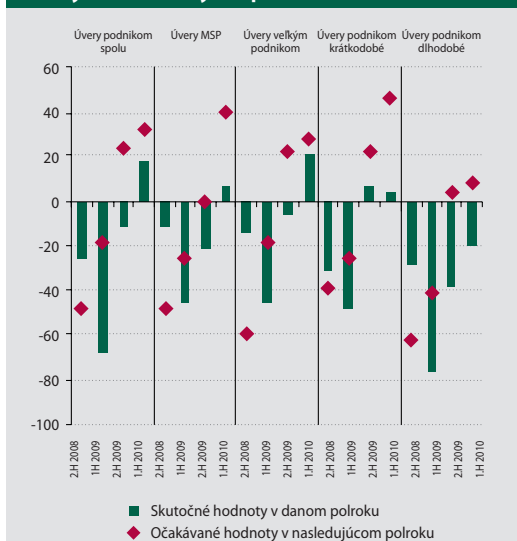
Podnikové vklady sa vyvíjali stabilne.

V prvom polroku 2010 nenastali v rámci vkladov podnikov nijaké zásadné zmeny. Pohyby na vkladoch boli takmer výlučne výsledkom aktivity podnikov. Zastavenie poklesu termínovaných vkladov a nepatrný nárast zostatkov na bežných účtoch môže byť prejavom vyššej likvidity podnikového sektora. Vklady podnikov aj naďalej zostávajú dôležitým zdrojom pre financovanie bankových činností.

Objem úverov domácnostiam v prvom polroku 2010 prevýšil objemy z oboch polrokov 2009. Banky svoje úverové štandardy a podmienky príliš nemenili. Dopyt domácností po úveroch rástol pod vplyvom priaznivejších očakávaní pre vývoj ekonomiky a nízkych úrokových sadzieb. Nové úvery ťahalo najmä prefinancovanie starých úverov pri výhodnejších podmienkach.

Už od 4. štvrťroka 2009 a v priebehu prvého polroka 2010 môžeme hovoriť o stabilizácii rastu stavu úverov na nehnuteľnosti na úrovni okolo 11 %. Nové úvery na bývanie však v prvom polroku 2010 dynamicky rástli. Mesiace máj a jún v absolútnom vyjadrení prekonal aj mesiace roka 2008, ktorý bol zatiaľ vrcholovým rokom v histórii poskytovania úverov na nehnuteľnosti. V máji 2010 nové úvery na bývanie medziročne stúpili až o 64 %. Dôvodom, pre ktorý sa tento rýchly rast nových úverov na bývanie nepremietol do vyššieho prílevu úverov do ekonomiky, bola snaha klientov využiť obdobie nízkych úrokových sadzieb na prefinancovanie starých úverov pri relatívne výhodnejších podmienkach (graf 34). Na rozdiel od úverov na nehnuteľnosti, dopyt domácností po spotrebiteľských úveroch rástol len mierne. Podobný bol vývoj aj pri krátkodobých úveroch

Graf 33 Vývoj úverových štandardov na úvery nefinančným spoločnostiam



Zdroj: NBS.

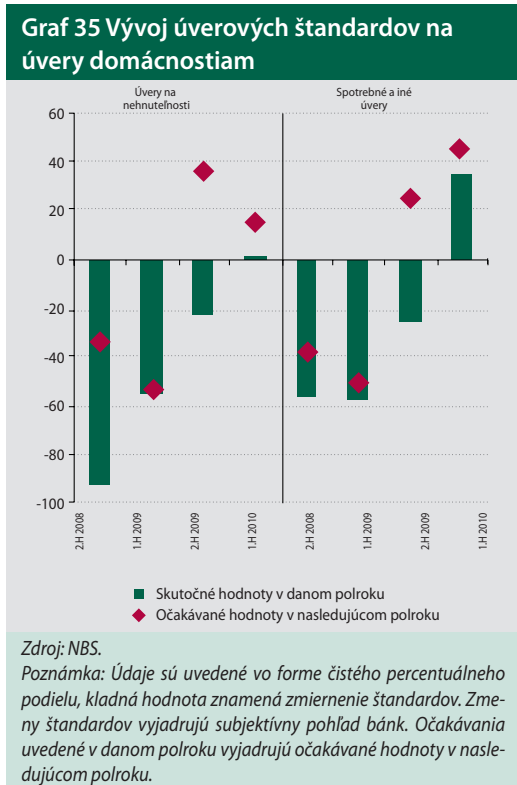
Poznámky: Údaje sú uvedené vo forme čistého percentuálneho podielu, kladná hodnota znamená zmiernenie štandardov. Zmeny štandardov vyjadrujú subjektívny pohľad bánk. MSP = malé a stredné podniky

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



Zdroj: NBS.

Poznámka: V údajoch nie sú zahrnuté úvery stavebných sporiťelní. Splatené úvery predstavujú rozdiel medzi novými úvermi a prírastkom stavu úverov.



– prečerpávaní bežných účtov a kreditných kariet, ktoré pokračovali v poklese tempa rastu stavu úverov. Dopyt po nových úveroch (hlavne na bývanie) teda podporili priaznivé úrokové sadzby, ktoré počas prvého polroka 2010 ďalej klesali. Dôvodom bol najmä pokles kreditnej prirážky zohľadňujúcej riziko slovenskej ekonomiky a medzibankových sadzieb. Klienti pozitívne vnímali aj stabilizáciu na trhu práce, čo pomohlo zlepšiť vnímanie ich budúcej finančnej situácie. Dopyt domácností po úveroch na bývanie ovplyvnili aj ceny nehnuteľností, ktoré pokračovali v poklese. Väčšina nových transakcií na trhu nehnuteľností bola zaznamenaná najmä pri starších bytoch a pri novostavbách s relatívne priaznivejšou cenou. Samotné správanie bánk prostredníctvom nastavenia úverových štandardov alebo podmienok sa v prvom polroku 2010 významne nemenilo (graf 35). Banky vo väčšej miere uprednostňovali individuálny prístup ku klientom pred plošným zmiernením úverových podmienok.

Vklady domácností sa počas prvého polroka 2010 dostali do súladu s dlhodobým rastovým trendom. Štruktúra termínovaných vkladov domácností sa menila v prospech vkladov s dlhšou

splatnosťou. Termínované vklady v niektorých malých a stredných bankách rástli.

Kým počas roka 2009 objem vkladov domácností v bankách výraznejšie klesal v reakcii na ich prudký nárast v období tesne pred prijatím eura, v prvom polroku 2010 sa dostali do súladu so svojim dlhodobým rastúcim trendom. Relatívne nízke úročenie vkladov v bankách sa výraznou mierou podpísalo pod pokles objemu termínovaných vkladov. Výrazne klesal najmä objem termínovaných vkladov do jedného roka, ktoré z pohľadu úročenia prestali byť pre klientov zaujímavé. Termínované vklady klesali najmä vo veľkých bankách. Naopak, v niektorých stredných a menších bankách stav vkladov rástol po celé obdobie. Rastúci trend v prvom polroku 2010 naopak vykázali netermínované vklady.

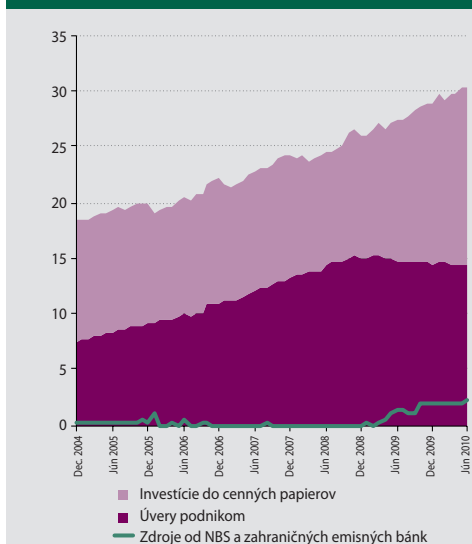
Úverovanie ostatných sektorov okrem verejnej správy pokračovalo v poklese.

Trend poklesu financovania ostatných sektorov sa potvrdil aj v prvom polroku 2010. V medziročnom porovnaní poklesli úvery finančným sprostredkovateľom o 32,5 %. V niektorých bankách bol zaznamenaný mierny nárast týchto úverov, vo väčšine prípadov však ide len o postupné dočerpávanie starých úverových liniek. Negatívny trend vykazovali aj úvery ne-rezidentom, aj keď bolo možné badať určité náznaky stabilizácie. Rast stavu úverov vykazoval sektor verejnej správy, ktorý sa v prvom štvrtroku 2010 stabilizoval na úrovni okolo 13 %.

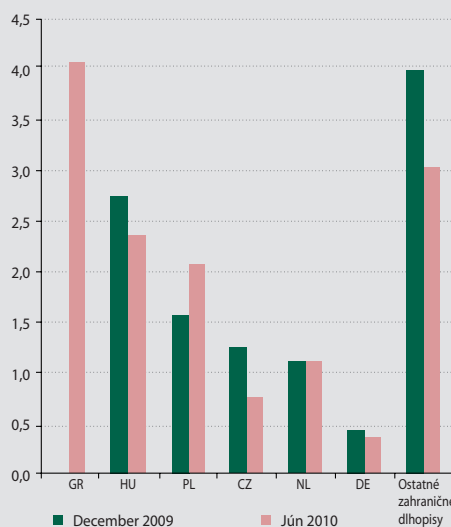
Banky zvyšovali investície do cenných papierov, najmä štátnych.

Útlm v úverovej činnosti banky kompenzovali vyššími investíciami do cenných papierov (graf 36). Išlo o výnosné obchody, trend ktorých začal v roku 2009. Na nákup cenných papierov banky využívali lacné zdroje z Eurosystému. Významne stúpili najmä investície do domácich štátnych dlhopisov a štátnych pokladničných poukážok. Zároveň od začiatku roka 2010 v niektorých bankách výraznejšie stúpili aj investície do štátnych dlhopisov iných krajín.¹³ Podstatne stúpilo vystavenie najmä voči vysoko rizikovému Grécku (graf 37). Vo vybraných bankách mali významnejší podiel aj investície do dlhopisov zahraničných bánk a finančných inštitúcií.

¹³ Dlhopisy štátov na konci prvého polroka 2010 tvorili približne 92 % celkového objemu dlhových cenných papierov.

Graf 36 Investície do cenných papierov a úvery podnikom (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 37 Podiel zahraničných dlhových cenných papierov na celkovom objeme dlhopisov podľa štátov (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe nie je zahrnutý podiel dlhopisov emitovaných v SR, ktoré tvorili na konci júna 2010 približne 86 % z celkových dlhopisov.

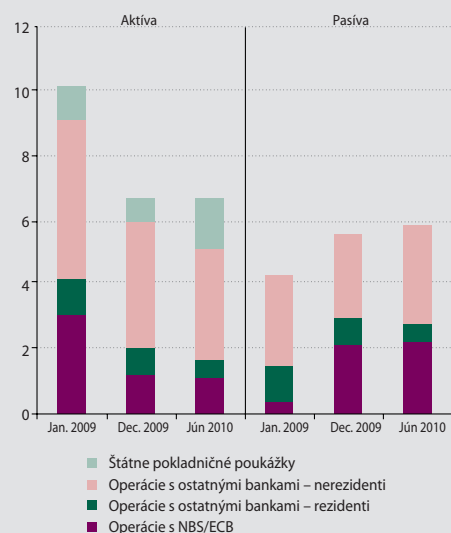
Objem emitovaných cenných papierov stagnoval.

Celkový vykazovaný objem emitovaných cenných papierov sa počas prvého polroka 2010 výrazne nezmenil oproti stavu ku koncu roka 2009. Hypotekárne záložné listy tvoria už dlhodobo zhruba 90 % všetkých emitovaných cenných papierov. Keďže hypotekárne úvery rástli počas prvých 6 mesiacov roka 2010 len minimálne,¹⁴ objem nových emisií HZL bol ovplyvnený najmä splatnosťou a nahrádzaním starých emisií. Aj vďaka novým emisiám bolo pokrytie hypotekárnych úverov hypotekárnymi záložnými listami nad zákonom stanovenou úrovňou 70 %. Ku koncu júna 2010 toto pokrytie dosiahlo 87 %.

V rámci medzibankových operácií výraznejšie klesli len úvery zahraničným bankám.

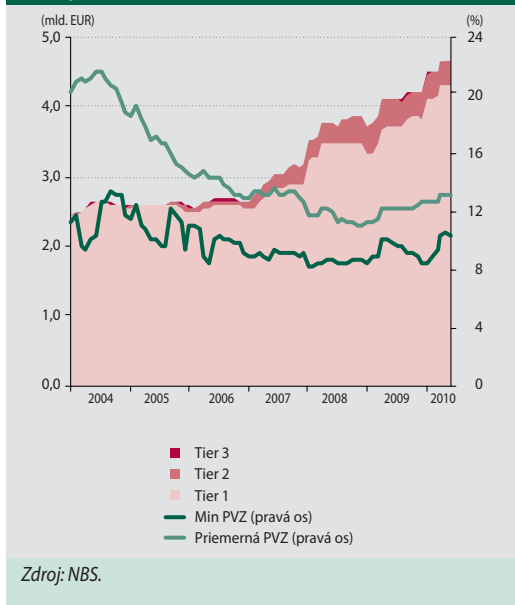
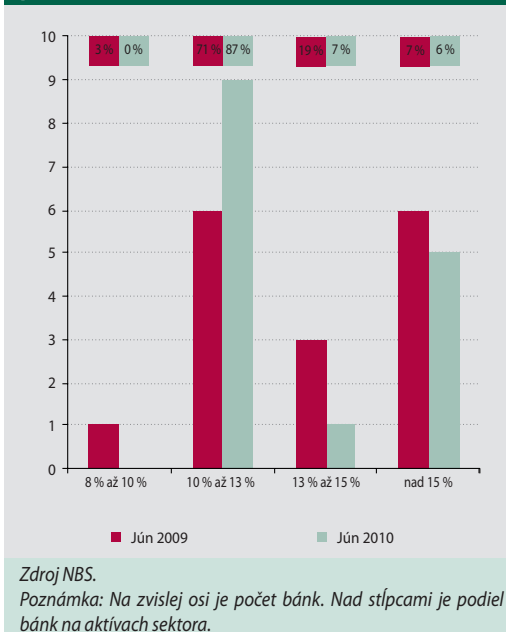
Celkový objem medzibankových aktív sa počas prvého polroka 2010 zmenil len minimálne, a to napriek významnému poklesu operácií so zahraničnými bankami (ide hlavne o úvery poskytované vlastnej finančnej skupine, graf 38). Mierne stúpol objem zdrojov, ktoré banky získavali z medzibankového trhu. Najväčší podiel zdrojov z medzibankového trhu na celkových pasívach vykazovali pobočky zahraničných bánk. Takmer výlučne

ide o zdroje prijaté od členov vlastnej skupiny. Zdroje získané od Eurosystemu počas roka 2009 už v prvom polroku 2010 ďalej nerástli. Podstatná časť týchto zdrojov bola použitá na investície do cenných papierov alebo na medzibankovom trhu.

Graf 38 Vývoj vybraných položiek medzibankových aktív a pasív (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

¹⁴ V prvom polroku 2010 sa ešte výraznejšie prejavil trend nahrádzania hypotekárnych úverov inými úvermi na bývanie. Tie majú od januára v priemere 30%-ný medziročný rast, kým klasické hypotekárne úvery (kryté HZL, aj s možnosťou štátneho príspevku) majú trend spomaľovania rastu zo 4 % v januári na 1 % v júni. Výsledkom tohto trendu je, že v marci stav iných úverov na nehnuteľnosti prekonal stav hypotekárnych úverov.

Graf 39 Vývoj jednotlivých zložiek vlastných zdrojov v bankovom sektore

Graf 40 Rozloženie ukazovateľa kapitálovej primeranosti v bankovom sektore


S postupným maturovaním týchto zdrojov tak môžeme očakávať zmeny aj v položkách aktív.

3.2 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE A ICH KRYTIE KAPITÁLOM

Banky ďalej vylepšovali svoju kapitálovú pozíciu.

Nárast vlastných zdrojov a pokles rizikovo vážených aktív sa v priebehu prvého polroka 2010 prejavil na zvýšení ukazovateľa kapitálovej primeranosti (grafy 39, 40). Banky si tak vybudovali silnejší kapitálový vankúš pre krytie prípadného nárastu strát v budúcnosti. Celkové vlastné zdroje bankového sektora ku koncu júna 2010 medziročne stúpili o 6,3 %. Aj keď tempo rastu vlastných zdrojov bolo pomalšie ako v roku 2009, celkovo zvýšilo svoje vlastné zdroje až jedenásť bánk. Len štyri banky zaznamenali medziročný pokles vlastných zdrojov. Zmiernenie tempa nárastu vlastných zdrojov súvisí najmä s poklesom ziskovosti v bankovom sektore v roku 2009, ale aj s celkovým miernejším pohľadom bánk na vývoj rizikovosti. K júnu 2010 predstavovala najkvalitnejšia zložka vlastného kapitálu Tier 1 až 91,4 % vlastných zdrojov. Tier 1 navyšovali viaceré banky hlavne prostredníctvom nerozdeleného zisku z minulých rokov. Vo vlastných zdrojoch sektora ostalo približne 42 % zo zisku vytvoreného v roku 2009.

KREDITNÉ RIZIKO

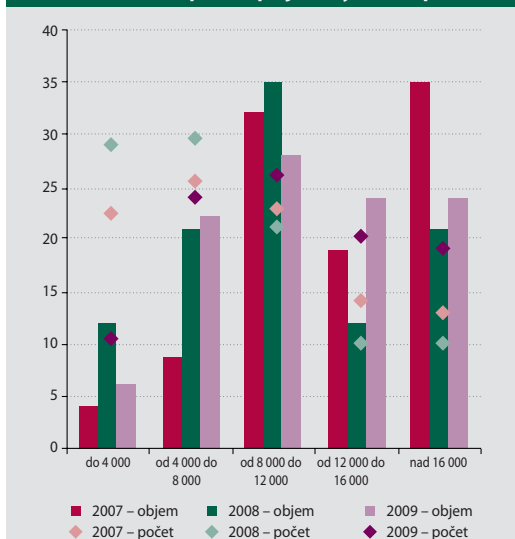
Prvý polrok 2010 priniesol v porovnaní s rokom 2009 stabilizáciu a mierne uvoľnenie podmienok, čím sa znížilo vystavenie bankového sektora voči kreditnému riziku domácností.

Počas prvého polroka došlo k spomaleniu poklesu zamestnanosti. Zároveň sa zlepšovali očakávania o jej vývoji (okrem stavebníctva). Miera evidovanej nezamestnanosti sa v priebehu prvého polroka znížila.¹⁵ Medzimesačné zmeny odpracovaných hodín dosiahli kladné hodnoty, no ich počet hlavne v priemysle stále zaostával za predkrízovou úrovňou. V druhom štvrtroku 2010 mzdové príjmy vo väčšine hlavných odvetví medziročne stúpili a na úrovni celého hospodárstva sa medziročný pokles príjmov zastavil.

Pokračovalo znižovanie závislosti domácností od vývoja krátkodobých úrokových sadzieb na finančných trhoch.

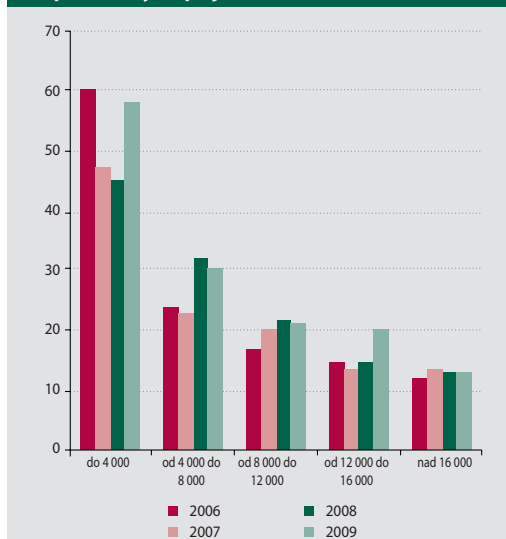
Od začiatku roka 2009 pozorujeme v bankovom sektore trend postupného presunu nových úverov z fixácií úrokových sadzieb do jedného roka k dlhším fixáciám. Kým ešte v marci 2009 bol podiel týchto úverov na nových úveroch na úrovni 61 %, ku koncu júna 2010 postupne

¹⁵ Ukazovateľ nezamestnanosti podľa výberového zisťovania však zaznamenal jeden z najvyšších nárastov v porovnaní s okolitými krajinami.

Graf 41 Rozloženie podielu objemu a počtu úverov na celkovom objeme a počte úverov domácnostiam podľa príjmových skupín (%)


Zdroj: ŠÚ SR, EU SILC 2009, NBS.

Poznámka: Na vodorovnej osi je rozloženie domácností podľa ročného disponibilného príjmu v eurách zníženého o nevyhnutné náklady v objeme podľa veľkosti domácnosti.

Graf 42 Rozloženie pomeru úverových splátok k disponibilným príjmom podľa skupín disponibilných príjmov domácností (%)


Zdroj: ŠÚ SR, EU SILC 2009, NBS.

Poznámka: Na vodorovnej osi je rozloženie domácností podľa ročného disponibilného príjmu v eurách zníženého o nevyhnutné náklady v objeme podľa veľkosti domácnosti.

klesol až na úroveň 30 %. Dôvodom je najmä zmena v politike bánk, ktoré si vo väčšej miere začali uvedomovať riziko, ktoré pre domácnosti plynie z rastu úrokových sadzieb. V súčasnosti prevažujú fixácie od 1 do 5 rokov.

Stúpol podiel úverov na bývanie poskytnutých domácnostiam s vyšším príjmom. Zataženie príjmov domácností splátkami úverov sa príliš nemenilo.

Z pohľadu rozdelenia poskytnutých úverov domácnostiam podľa príjmových kategórií bol zaznamenaný posun k vyšším príjmovým kategóriám, ktoré sa všeobecne môžu chápať ako menej rizikové pri splácaní úveru. Potvrdilo sa to nielen

na objeme úverov ale najmä na počte úverov (graf 41).¹⁶ Podiel úverových splátok na disponibilných príjmoch výraznejšie rástol len pri najnižšej príjmovej skupine (graf 42).

Podiel zlyhaných úverov domácnostiam rástol. Tempo jeho rastu sa zmierňovalo.

Kvalita portfólií sa oproti koncu roka 2009 zhoršila pri všetkých typoch úverov. Výraznejšie stúpol najmä podiel zlyhaných spotrebiteľských úverov (tabuľka 2). Celkové zlepšenie ekonomickej a finančnej pozície obyvateľstva sa v priebehu prvého polroka 2010 postupne prejavovalo aj na tempe rastu zlyhaných úverov (graf 43). Trend stabilizácie rastu zlyha-

Tabuľka 2 Podiel zlyhaných úverov obyvateľstvu (%)

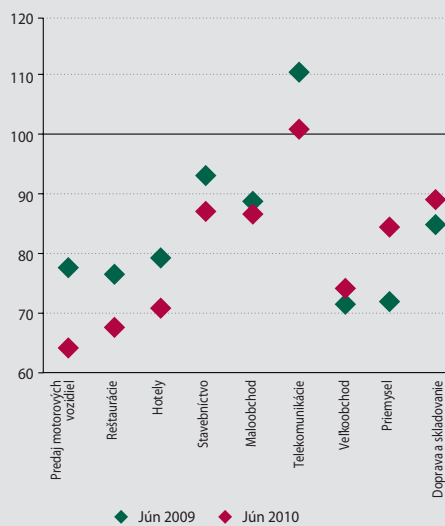
	Jún 2009	December 2009	Jún 2010
Úvery spolu	4,54	5,08	5,56
Prečerpania na bežných účtoch	8,77	9,05	9,70
Spotrebiteľské úvery	11,42	11,69	12,76
Hypotekárne úvery	1,92	2,52	3,14
Stavebné úvery	1,43	1,56	1,61
Medziúvery	5,82	6,34	6,07
Iné úvery na nehnuteľnosti	3,03	3,38	3,59

Zdroj: NBS.

¹⁶ Podľa údajov ŠÚ SR a EU SILC 2007-2009.

Graf 43 Zlyhané úvery obyvateľstvu (%)


Zdroj: NBS.

Graf 44 Porovnanie úrovne tržieb v jednotlivých odvetviach s rokom 2008 (index, jún 2008 = 100)


Zdroj: NBS.

ných úverov sa prejavil v takmer všetkých bankách a pri väčšine úverových produktov. V prvom polroku 2010 k tomu čiastočne prispeli aj odpredaje úverov. Na objem zlyhaných úverov mala pozitívny vplyv aj aktívna politika bánk pri reštrukturalizácii ohrozených úverov najmä prostredníctvom dočasného zníženia splátok.

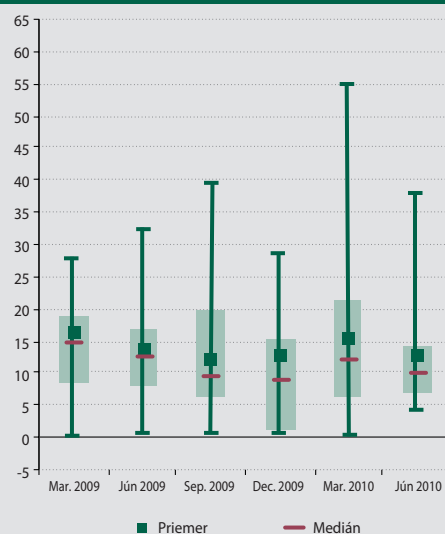
Zlepšovanie podmienok z hľadiska kreditného rizika domácností počas prvého polroka 2010 je potrebné vnímať spolu s pretrvávajúcou vysokou neistotou v budúcom vývoji ekonomiky.

Očakávané zlepšovanie ekonomickej výkonnosti v sebe skrýva pomerne veľa rizík, ktoré sa pomerne rýchlo môžu prejavíť v podobnej miere ako na začiatku roka 2009. Je potrebné tiež pripomenúť, že napriek zlepšeniu niektorých ukazovateľov v prvom polroku 2010 týkajúcich sa sektora domácností, ich hodnoty sú ešte stále vzdialené od predkrízových úrovní.

Niektoré predpoklady pre pokles kreditného rizika podnikov sa zlepšili.

Pokračujúce zlepšovanie ekonomickej situácie v zahraničí v prvom polroku 2010 sa pozitívne prejavovalo na nálade v podnikovom sektore. Zlepšenie dôvery však nebolo plošné, a týkalo sa skôr služieb a exportne orientovaného priemyslu. Spolu

s rastom exportu znamenali niektoré priemyselné odvetvia aj nárast tržieb. Vo viacerých odvetviach sa prepad tržieb spomalil. Úroveň tržieb bola stále na nízkej úrovni (graf 44). Nízka úroveň tržieb podnikov v porovnaní s rokom 2008 sa prejavila aj na ukazovateli úvery v riziku.¹⁷ Jeho vývoj nenaznačoval výrazné zlepšenie situácie (graf 45).

Graf 45 Rozloženie ukazovateľa úvery v riziku (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: V grafe sú zobrazené hodnoty maximum, minimum, horný a dolný kvartil, medián a priemer.

17 Úvery v riziku (UvR) – úvery podnikom, ktoré zaznamenali v danom štvrtroku stratu a zároveň pokles na tržbách v danom štvrtroku v roku 2008 o viac ako 30 %. UvR sú vždy vyjadrené ako podiel úverov v riziku na celkových úveroch voči tým podnikom, u ktorých sú k dispozícii údaje o tržbách a zisku.

Nižšia citlivosť podnikov na rast úrokových sadzieb je daná najmä všeobecne kratšími dobami splatnosti než v prípade domácností.

Ziskové podniky sú prirodzene odolnejšie voči zvýšeniu úrokových sadzieb. Miera negatívneho dopadu zvýšenia úrokových sadzieb závisí predovšetkým od dvoch faktorov. Prvým je splatnosť úveru, ktorá je pri podnikovom sektore v priemere na úrovni 7 rokov. V porovnaní s úvermi na bývanie so splatnosťou 30 rokov má zmena úrokovej sadzby malý vplyv na výšku splátky. Druhým faktorom je samotný vzťah výšky úveru a výšky zisku, ktorý pri kratších splatnostiach všeobecne neumožňuje násobne vyšší objem úveru ako je finančná sila podniku. Situácia v jednotlivých odvetviach je práve v závislosti od oboch faktorov rôzna. Za najzraniteľnejší môžeme z dôvodu potreby relatívne dlhodobšieho financovania považovať sektor nehnuteľností.

Riziko z financovania komerčných nehnuteľností rástlo.

Zlepšenie niektorých indikátorov ekonomického vývoja zatiaľ výrazne neovplyvnilo sektor komerčných nehnuteľností. Objem zlyhaných úverov v tomto sektore za prvých šesť mesiacov roka 2010 stúpol o 20 %. Na trhu s kancelárskymi priestormi v Bratislave nastala určitá stabilizácia ponuky a dopytu. Prejavilo sa to pomerne stabilným vývojom cien a miery neobsadenosti, ktorá v poslednom štvrťroku dokonca mierne klesla. Pozitívnym faktorom na trhu s kancelárskymi priestormi je relatívne menší počet rozostavaných projektov. Odhliadnuc od rozdielov medzi jednotlivými projektmi sa rezidenčný segment javí ako mierne problematickejší. Dôvodom je najmä relatívne veľký počet dokončených projektov, v ktorých sa zatiaľ nepodarilo rozbehnúť predaj bytov. Problémy majú najmä projekty, ktoré boli nevhodne nastavené z pohľadu ich dispozičného riešenia, ako aj celkového ekonomického nastavenia.

Podiel zlyhaných úverov podnikom pokračoval v raste miernejším tempom.

Nárast objemu aj podielu zlyhaných úverov nastal vo väčšine odvetví. Z hľadiska objemu poskytnutých úverov a stavu a dynamiky zlyhaných úverov najvýznamnejšie zhoršenie kvality

portfólií v prvom polroku 2010 zaznamenalo odvetvie maloobchodu a stavebníctva. Výraznejšie tiež stúpol objem zlyhaných úverov v sektore nehnuteľností. S postupným zlepšením ekonomického rastu v priebehu prvého polroku 2010 sa trend zvyšovania rastu zlyhaných úverov zastavil (graf 46).

RIZIKO LIKVIDITY

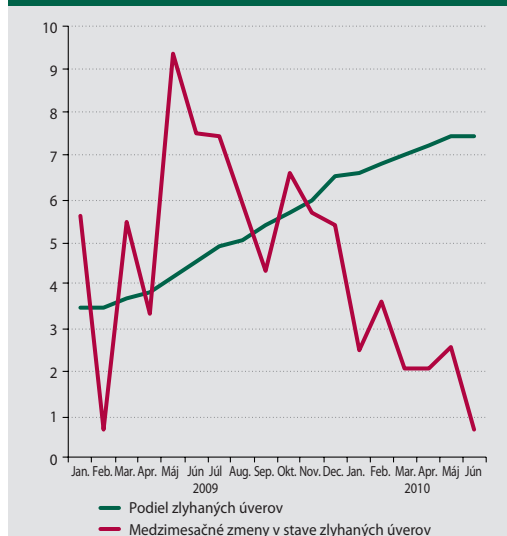
Pretrvával prebytok domácich zdrojov nad objemom úverov v bankovom sektore.

Mierne rastúce vklady a stagnujúce portfólio podnikových úverov vplývalo na nepatrný pokles ukazovateľa *loan-to-deposit ratio* v prvom polroku 2010 (graf 47). Vyšší objem úverov ako vkladov vykázali na konci júna 2010 len tri banky a sedem menších pobočiek zahraničných bánk.

Krátkodobá likvidita bankového sektora sa tiež zlepšovala.

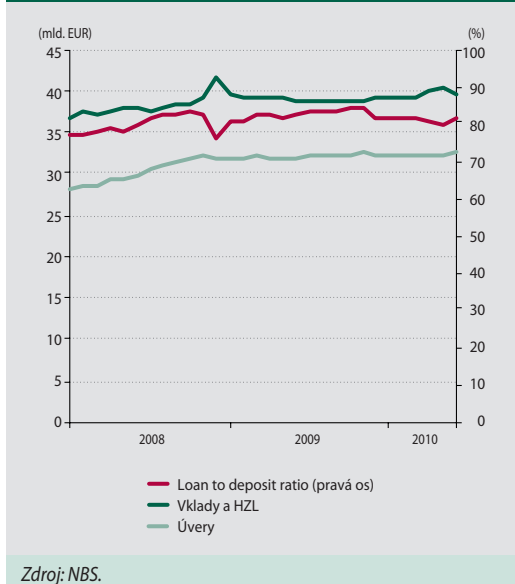
Schopnosť bánk čeliť nepriaznivému vývoju v oblasti likvidity v horizonte jedného mesiaca, sa v priebehu prvého polroku 2010 zlepšovala.¹⁸ Súviselo to s ich zvýšenými investíciami do cenných papierov, ktoré nahrádzali stagnujúce úvery. Banky najviac investovali do slovenských vládnych dlhopisov. V súčasnosti je ich likvidita

Graf 46 Zlyhané podnikové úvery (%)



Zdroj: NBS.

¹⁸ Krátkodobá likvidita je monitorovaná ukazovateľom likvidných aktív. Ten je definovaný ako podiel likvidných aktív voči volatílnym pasívam v horizonte jedného mesiaca. Jeho úroveň by nemala klesnúť pod 1.

Graf 47 Ukazovateľ loan-to-deposit v bankovom sektore

podporená najmä menovými operáciami ECB, no neexistencia sekundárneho trhu so slovenskými štátnymi dlhopismi je nepriaznivým faktorom pre riadenie likvidity bánk v dlhšom horizonte.

TRHOVÉ RIZIKÁ

V prípade niektorých bánk výrazne rástlo riziko znehodnotenia investícií do cenných papierov.

V prvom polroku 2010 rástlo kreditné riziko niektorých krajín EÚ. Zároveň v niekoľkých bankách na Slovensku rástol objem investícií do cenných papierov emitovaných týmito krajinami. Ku koncu júna 2010 banky vlastnili dlhové cenné papiere emitované Gréckom, Maďarskom, Španielskom, Portugalskom, Talianskom a Írskom v celkovom objeme 1,3 mld. € (graf 37). Počas prvého polroka 2010 vzrástla táto hodnota o 0,8 mld. €. Banky však zníženie cien týchto cenných papierov nevykázali vo výkaze ziskov a strát, pretože väčšina týchto cenných papierov bola účtovaná v portfóliách finančných nástrojov na predaj alebo držaných do splatnosti. Pokiaľ prihladneme na rizikovosť všetkých dlhových cenných papierov, ktoré sú preceňované na reálnu hodnotu (proti zisku a strate alebo proti vlastnému imaniu), vo väčšine bánk by zníženie reálnej hodnoty nemalo presiahnuť počas 10 pracovných dní s pravdepodobnosťou 99% hodnotu 0,2% až 0,3% objemu týchto cenných papierov.

Riziku zmeny kreditného spreadu, ktoré je približne v rovnakej výške, je vystavený iba malý počet bánk.

V malom počte bánk rástla aj miera vystavenia voči všeobecnému úrokovému riziku v bankovej knihe.

Hoci negatívny dopad zmeny ekonomickej hodnoty pri paralelnom náraste úrokových sadzieb o 200 bázických bodov by sa neprejavil okamžite vo finančných výkazoch bánk,¹⁹ mal by negatívny dopad na výšku čistých úrokových príjmov v dlhodobejšom horizonte. Pri uvedenej zmene úrokových sadzieb by čistá ekonomická hodnota portfólií bánk s výnimkou pobočiek zahraničných bánk k 30. júnu 2010 poklesla o 25,6% vlastných zdrojov, pričom ku koncu roka 2009 to bolo o 21,6% vlastných zdrojov. Miera vystavenia bánk voči všeobecnému úrokovému riziku teda vzrástla, no tento nárast bol koncentrovaný v malom počte bánk.

Vystavenie voči úrokovému riziku prostredníctvom finančných nástrojov v obchodnej knihe bolo vo väčšine bánk zanedbateľné.

Pokles hodnoty finančných nástrojov v obchodnej knihe (vrátane úrokových derivátov) pri paralelnom náraste úrokových sadzieb by vo väčšine bánk nemal presiahnuť 2% vlastných zdrojov. Dlhopisy v obchodnej knihe boli navyše vystavené riziku zmien kreditných spreadov krajín stredo-európskeho regiónu.²⁰ Toto riziko nebolo a v súčasnosti nie je vnímané ako významné.

3.3 SEKTOR POISŤOVNÍ

Finančná pozícia poisťového sektora v prvom polroku 2010, sa v porovnaní s rovnakým obdobím minulého roka zhoršila.

Výsledok z poisťovacej činnosti medziročne poklesol a nárast zisku z finančných operácií bol miernejší ako v predchádzajúcom roku. Celkový zisk poisťovní medziročne poklesol o 6,7% na 65,3 mil. €. Znížili sa tiež ukazovatele ziskovosti. Rozhodujúcou pre celkovú situáciu poisťového sektora bola najmä nízka miera zotavenia reálnej ekonomiky. Pod zhoršený technický výsledok sa v neživotnom poistení podpísala kombinácia negatívneho vývoja poisťového a nárast vzniknu-

¹⁹ Podľa zákona č. 483/2001 Z. z. o bankách ekonomická hodnota banky nesmie klesnúť pod istú požadovanú úroveň následkom náhlejšej a neočakávanej zmeny úrokových mier na trhu. Podľa opatrenia NBS č. 15/2006 sa náhlou a neočakávanou zmenou úrokových mier na trhu rozumie paralelný posun výnosovej krivky smerom nahor o 200 bázických bodov.

²⁰ Ide najmä o štátne dlhopisy alebo pokladničné poukážky emitované Slovenskom (84%), Poľskom (11%) a Českou republikou (4%).

tých škôd. Dôsledkom bol pokles zisku z technického účtu v tomto sektore o takmer 40 %. V životnom poistení bola z poisťovacej činnosti vykázaná strata. Dôvodom bol najmä nižší rast poistného oproti rastu nákladov na poistné plnenia. K ďalším faktorom patrilo pokles ostatných technických výnosov (medzi ktoré patria napríklad provízie od zaistovateľov) a rast záväzkov voči poisteným (technická rezerva na životné poistenie). Po zohľadnení nákladov a výnosov z finančného umiestnenia technických rezerv bol v životnom poistení zaznamenaný zisk, ktorý sa však medziročne znížil o takmer tretinu. Poisťovne sa snažili vykompenzovať zhoršené výsledky znižovaním prevádzkových nákladov.

Skutočná miera solventnosti za rok 2009 rástla.²¹

Skutočná miera solventnosti (t. j. vlastné zdroje) musí byť vyššia ako požadovaná miera solventnosti a hodnota garančného fondu. Ku koncu roka 2009 tieto požiadavky spĺňali všetky poisťovne. Skutočná miera solventnosti narástla v porovnaní s minulým rokom o 18,7 %, najmä z dôvodu nárastu nerozdeleného zisku minulých rokov. Jej podiel k hodnote požadovanej miery solventnosti a garančného fondu dosahoval 3,3 (marža solventnosti), čo je o 42 p. b. viac ako v predchádzajúcom období.

Graf 48 Vývoj čistej hodnoty aktív v podielových fondoch predávaných v SR (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Od roku 2006 sú v číslach zahrnuté aj uzavreté a špeciálne fondy.

3.4 OBCHODNÍCI S CENNÝMI PAPIERMI

Objem klientskeho majetku spravovaného prostredníctvom spoločností s licenciou OCP medziročne mierne vzrástol. Obchodovanie s cennými papiermi pokleslo.

V porovnaní s prvým polrokom 2009 poklesol objem obchodov s cennými papiermi v priemere o 33 %, pričom najvýznamnejší pokles zaznamenali obchody s finančnými derivátmi (34 %) a nástrojmi peňažného trhu. Rástli obchody s cennými papiermi emitovanými zahraničnými subjektmi kolektívneho investovania. Objem klientskeho majetku, spravovaného prostredníctvom subjektov s licenciou na správu klientskeho portfólia (OCP, banky a niektoré správčovské spoločnosti), vzrástol medziročne o 4,3 % na hodnotu 2,13 mld. €.

3.5 KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE

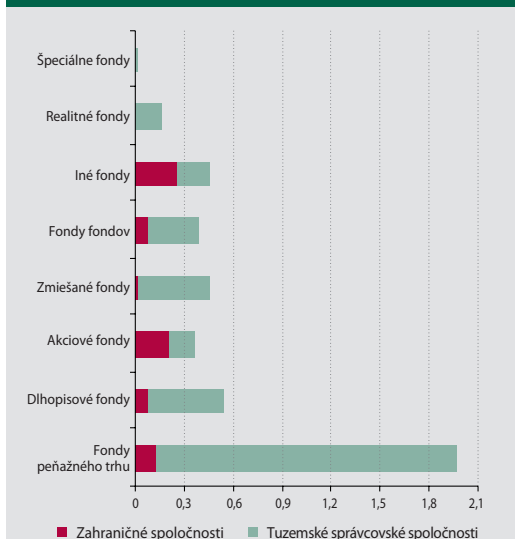
NAV fondov kolektívneho investovania v priebehu prvého polroka 2010 ďalej rástla, no jej vývoj prebiehal v dvoch fázach. Rozloženie majetku podľa typu fondu ostáva konzervatívne.

V prvých štyroch mesiacoch roku 2010 pokračoval rast objemu aktív vo fondoch kolektívneho investovania, ktorý bol podporený predajmi aj pozitívnou výkonnosťou. Išlo o pokračovanie trendu obnoveného rastu aktív počnúc druhým štvrtkom 2009. V máji a júli 2010 však začala čistá hodnota aktív opäť klesať, najmä vplyvom zhoršenej výkonnosti. Napriek tomu bol celkový prírastok aktív v prvom polroku 2010 kladný (graf 48). Objemovo najvýznamnejšou kategóriou podielových fondov v slovenskom sektore kolektívneho investovania sú dlhodobé peňažné fondy s podielom pohybujúcim sa okolo 45 % (graf 49).

Väčšina fondov zaznamenala medziročný pokles výkonnosti.

Výkonnosť podielových fondov v prvom polroku 2010 sa zhoršila, čo vyplývalo z prerušenia rastových trendov v cenách aktív z roku 2009. V najväčšej miere to platilo pre akcie. V medziročnej výkonnosti fondov sa tak sčítali rastové vplyvy z druhého polroka 2009 s relatívne výkonnosťou slabým prvým polrokom 2010. Výsledkom bol pokles medziročnej výkonnosti k 30.6.2010 v po-

²¹ Poisťovne vykazujú solventnosť Národnej banke Slovenska jedenkrát ročne, ku koncu roka. Hodnotenie solventnosti je preto z auditovaných údajov k 31.12.2009.

Graf 49 Čistá hodnota aktív podľa jednotlivých typov fondov k júnu 2010 (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 50 Priemerná ročná výkonnosť otvorených podielových fondov podľa jednotlivých kategórií (% p. a.)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Fondy sú vážené čistou hodnotou majetku.

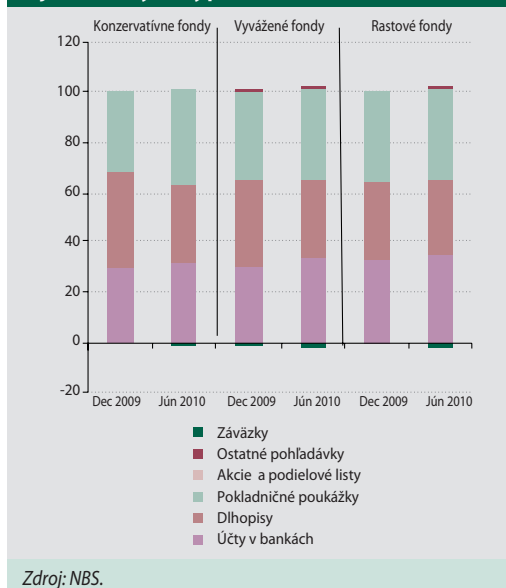
rovnani s koncom predošlého roka vo všetkých kategóriách s výnimkou dlhopisových a realitných podielových fondov (graf 50).

3.6 DRUHÝ PILIER SYSTÉMU DÔCHODKOVÉHO SPORENIA

V prvom polroku 2010 nenastali nijaké významné zmeny v štruktúre aktív fondov, ktorá ostáva konzervatívna. Narastá však riziko koncentrácie.

Celková hodnota majetku v druhom pilieri dôchodkového sporenia sa dostala na úroveň 3,3 mld. €. Distribúcia spravovaného majetku medzi konzervatívne, vyvážené a rastové fondy si zachovala dlhodobý pomer 4,5 % – 29 % – 66 %. Alokácia majetku do jednotlivých základných tried aktív zodpovedá novej konzervatívnejšej investičnej stratégii, na ktorú dôchodkové správcovské spoločnosti prešli na prelome prvého a druhého polroka 2009 (graf 51). Nárast podielu majetku vo forme bankových účtov však prináša negatíva v podobe zvyšujúceho sa rizika koncentrácie. Výrazná časť celkových aktív fondu je v expozícii voči individuálnym inštitúciám, keďže vklady sú rozmiestnené iba do niekoľko málo bánk.²² Hoci riziko defaultu a nesplatenia si záväzkov v prípade ktorejkoľvek z predmetných

bánk možno považovať za minimálne, dopad takejto udalosti by spôsobil dotknutým fondom obrovskú stratu. Štruktúra zloženia majetku v jednotlivých typoch fondov je takmer totožná s agregátnou štruktúrou za celý druhý pilier dôchodkového sporenia. Aj keď dôchodkové správcovské spoločnosti zo zákona ponúkajú tri typy

Graf 51 Porovnanie štruktúry majetku v jednotlivých typoch fondov DSS (%)


Zdroj: NBS.

²² Podiel vkladov v troch najvýznamnejších bankách k celkovému objemu majetku vo fonde sa v závislosti od konkrétneho fondu v sektore pohybuje v rozmedzí od 5 % do 30 %, pričom medián týchto hodnôt je 23 %.

fondov, reálne sporiteľ nemá možnosť zvoliť si špecifický rizikovo-výnosový profil podľa svojho uváženia. Aby DSS lepšie plnili svoj účel, bude nevyhnutné pristúpiť ku korekcii nevhodných podnetov, ktoré do systému priniesla novela zákona o starobnom dôchodkovom sporení (zákon č. 137/2009 Z. z. z 11. marca 2009). Predmetná novela výrazným spôsobom zmenila štruktúru a výšku odplát za správu, čím motivuje správcov vyberať veľmi bezpečné a zároveň z hľadiska nákladovosti nenáročnej investičnej stratégie. Súčasťou predmetnej zákonnej úpravy sú aj ustanovenia zaväzujúce DSS k doplneniu majetku fondu z vlastných zdrojov v prípade, ak fond v sledovanom období dosiahol negatívny výnos. Kľúčový je v tomto prípade horizont, v ktorom sa výkonnosť fondov hodnotí, a ktorý je zadaný v dĺžke šiestich mesiacov.²³ Dôchodkové správčovské spoločnosti v snahe minimalizovať riziko dopĺňania majetku znížili volatilitu svojich portfólií prispôbením ich štruktúry. Uvedená investičná stratégia fondov bude mať z dlhodobého hľadiska negatívny dopad na sporiteľov v podobe podstatne nižšej očakávanej výnosovosti ukladaných prostriedkov.

Vystavenie voči „periférnym“ krajinám EÚ pokleslo.

Vystavenie voči piatim tzv. „periférnym“ krajinám eurozóny sa za prvý polrok 2010 znížilo zhruba na polovicu a na prelome polrokov tvorilo 6% celkových aktív. K tejto korekcii v zastúpení štátnych dlhových cenných papierov vybraných krajín došlo prevažne neobnovením ekvivalentných pozícií po splatnosti existujúcich nástrojov v portfóliu.

Medziročná výnosovosť rastových a vyvážených fondov bola volatilná vplyvom vývoja hodnoty dôchodkovej jednotky ešte v prvom polroku 2009.

Medziročný výnos konzervatívnych, vyvážených a rastových dôchodkových fondov sa celú dobu

počas prvého polroka 2010 udržiaval v kladných číslach. Na jeho konci došlo k výraznému zjednoteniu priebehu výnosovosti všetkých troch typov fondov (tabuľka 3).²⁴ Medziročná výkonnosť však zaznamenala počas sledovaného obdobia výkyvy, ktoré súvisia s volatílnym vývojom hodnôt dôchodkových jednotiek počas prvých 6 mesiacov roka 2009 (graf 52). Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky vo všetkých troch typoch fondov bol v prvej polovici roka 2010 monotónny a pokračoval v lineárnom trende nastolenom od druhého polroka 2009. Takmer nulová volatilita hodnôt dôchodkových jednotiek vyplývala z absencie akciovej zložky a veľmi nízkej durácie dlhových nástrojov portfólií.

3.7 TRHOVÉ RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE MIMO BÁNK

Najmä niektoré fondy DSS a fondy kolektívneho investovania sú vo vyššej miere vystavené riziku koncentrácie.

V niektorých inštitúciách, resp. fondoch, je pomerne významná koncentrácia vystavenia voči jednej konkrétnej protistrane (do úvahy sa pritom neberie vystavenie voči štátom). Z hľadiska porovnania jednotlivých sektorov je toto riziko najvýznamnejšie v sektore fondov DSS. Mediá-

Graf 52 Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov



Zdroj: NBS.

23 Toto zákonom stanovené hodnotiace obdobie je z hľadiska základnej filozofie dlhodobého sporenia na dôchodok v dôchodkových fondoch mimoriadne krátke.

24 Priemerná ročná výnosovosť pre daný typ dôchodkových fondov bola vypočítaná ako vážený priemer percentuálnych medziročných zmien denných hodnôt dôchodkových jednotiek príslušných dôchodkových fondov. Percentuálna medziročná zmena denných hodnôt dôchodkových jednotiek k 30.6.2010 (PMZDHDJ_{30.6.2010}) je:

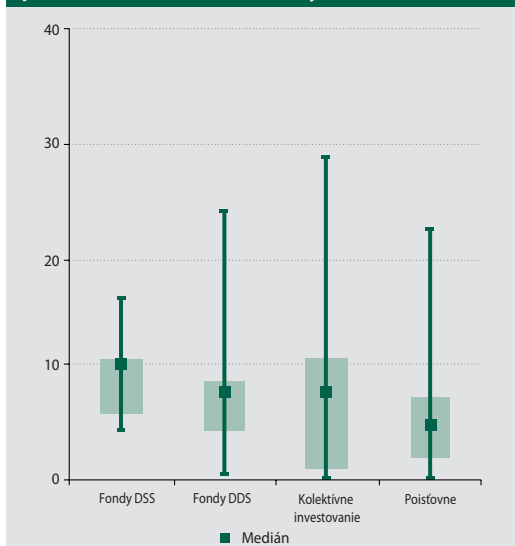
$$PMZDHDJ_{30.6.2010} = \left(\frac{DJ_{30.6.2010}}{DJ_{30.6.2009}} - 1 \right) * 100\%$$

kde DJ je hodnota dôchodkovej jednotky za príslušný deň. Váhou bol podiel čistej hodnoty majetku (NAV) príslušného fondu na súčte NAV fondov rovnakého druhu. Udávaná výnosovosť je nominálna (nezohľadňuje infláciu). Uvedená výnosovosť však nie je výnosom sporiteľa na jeho osobnom dôchodkovom účte, ktorý je v každého individuálny. Vstupnými údajmi boli hodnoty dôchodkových jednotiek jednotlivých dôchodkových fondov predložené dôchodkovými správčovskými spoločnosťami Národnej banky Slovenska za dni 30.6.2009 a 30.6.2010, ktoré sú tiež zverejnené na internetovej stránke www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/dohlad-nad-dochodkovym-sporenim

Tabuľka 3 Ročná výnosovosť dôchodkových fondov k 30.6.2010 (%)

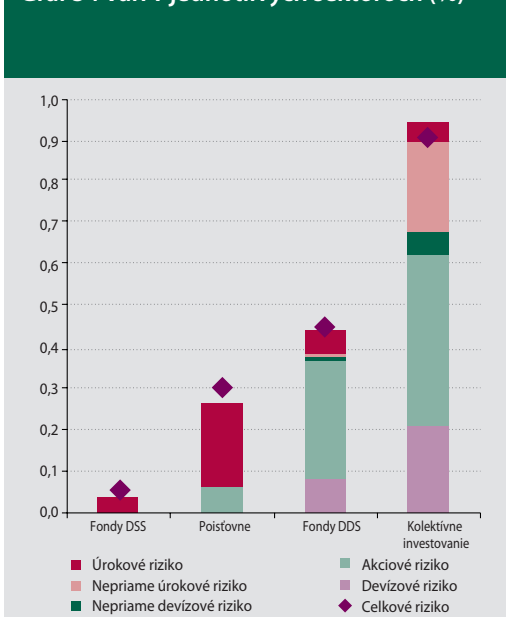
Typy fondov	Vážený priemer
Konzervatívne fondy	1,3
Vyvážené fondy	1,3
Rastové fondy	1,2

Zdroj: NBS.

Graf 53 Rozloženie podielu vystavenia jednotlivých inštitúcií voči najvýznamnejšej protistrane na celkovom vystavení (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na grafe je zobrazené rozloženie (minimálna hodnota, dolný kvartil, medián, horný kvartil a maximum) podielu vystavenia voči najvýznamnejšej protistrane pre každú finančnú inštitúciu prostredníctvom prostriedkov na bežných účtoch, termínovaných účtoch a investícií do dlhových cenných papierov, akcií a podielových listov, na celkovej hodnote jej aktív, resp. NAV. Do úvahy sa bralo iba vystavenie voči protistránam, ktoré nie sú štátmi.

Graf 54 VaR v jednotlivých sektoroch (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi sú údaje v % z hodnoty aktív, resp. NAV. Pri poisťovniach nie sú zahrnuté aktíva kryjúce unit-linked poisťovanie a riziká vyplývajúce z precenenia rezerv. Hodnoty VaR boli vypočítané ako strata, ktorá nebude presiahnutá s 99%-nou pravdepodobnosťou počas 10 pracovných dní.

nová hodnota však v žiadnom sektore neprekračuje 9% (graf 53)

Vzrástol objem investícií fondov a poisťovní do dlhopisov krajín EÚ, ktoré sú náchylné na pokles hodnoty. Celkovo sú však investície do dlhopisov konzervatívne.

Riziko zníženia hodnoty cenných papierov emitovaných vybranými krajinami EÚ môže mať negatívny dopad aj na niektoré penzijné alebo kolektívne fondy alebo poisťovne. Počas prvého polroka vzrástol objem investícií týchto inštitúcií do cenných papierov emitovaných štátmi Grécko, Maďarsko, Írsko, Taliansko, Španielsko a Portugalsko z 0,8 mld. € na 1,3 mld. €. Celkovo však možno povedať, že z hľadiska zmien v dôsledku kreditného rizika sú investície do dlhových cenných papierov v jednotlivých sektoroch relatívne konzervatívne. Najväčšiu časť cenných papierov tvoria cenné papiere s ratingovým stupňom A, kam patria aj slovenské štátne dlhopisy.

Z hodnotenia trhových rizík pomocou „Value at Risk“ (graf 54) vyplýva pomerne nízke riziko zní-

ženia hodnoty aktív vo fondoch DSS, vo fondoch DDS výrazne rástlo akciové riziko, podielové fondy boli vystavené najmä riziku znehodnotenia investícií do akcií a v poisťovniach je najvýznamnejším rizikom zmeny úrokových sadzieb.

V horizonte niekoľkých dní bolo riziko výraznejšieho poklesu hodnoty aktív vo fondoch DSS nízke. Rizikovým faktorom v tomto časovom horizonte bol iba nárast úrokových sadzieb alebo kreditných spreadov. Z rizík, ktorým sú vystavené investície vo fondoch DSS v časovom horizonte niekoľkých mesiacov, bolo najvýznamnejšie najmä (hoci nepravdepodobné) riziko poklesu úrokových sadzieb (pokles úrokových príjmov), riziko koncentrácie protistrán pri vkladoch v bankách a kreditné riziko krajín.

Najvýraznejšou zmenou v sektore dôchodkového sporenia v III. pilieri počas prvého polroka 2010 bol výrazný nárast investícií do akcií a podielových listov. Ich objem vzrástol o 165%. Fondy DDS sa tak stali výraznejšie vystavené turbulenciám na akciových trhoch. Investovaním do akcií sa vo viacerých fondoch zároveň mierne



otvorila devízová pozícia. Fondy sú negatívne vystavené predovšetkým znehodnoteniu amerického dolára a japonského jenu.

Najvýznamnejším rizikom, ktoré môže vplývať na hodnotu majetku fondov kolektívneho investovania, je riziko poklesu hodnoty cien akcií a podielových listov. Keďže relatívne veľká časť týchto investícií je v cudzej mene a vzniknuté devízové riziko nie je vo viacerých prípadoch zaistené, časť fondov čelí aj relatívne významnému devízovému riziku. Fondy sú úrokovému a devízovému riziku vystavené aj nepriamo, prostredníctvom investícií do iných podielových fondov.

Odhadované hodnoty založené na očakávaných finančných tokoch naznačujú pomerne veľký nesúlad medzi dobou fixácie úrokových mier pri

aktívach a pasívach (priemerná očakávaná doba splatnosti rezerv na životné poistenie na strane pasív je vyššia než priemerná durácia aktív kryjúcich technické rezervy na životné poistenie na strane aktív). Poistovne by preto mali byť negatívne citlivé na pokles úrokových mier. Na druhej strane, relatívne vysoká durácia aktív a vysoký podiel aktív preceňovaných na reálnu hodnotu prispel k nárastu výnosov poisťovní v čase poklesu dlhodobých úrokových sadzieb v rokoch 2009 a 2010.

3.8 MAKROSTRESOVÉ TESTOVANIE²⁵

Odolnosť finančného sektora sa v porovnaní s koncom roka 2009 zvýšila. Dôvodom bolo najmä kapitálové posilnenie bankového sektora v priebehu prvého polroka 2010.

Tabuľka 4 Nastavenie parametrov stresového testovania

		Základný scenár		Druhá vlna krízy I		Druhá vlna krízy II		
		2010 4. Q	2011 4. Q	2010 4. Q	2011 4. Q	2010 4. Q	2011 4. Q	
Základné predpoklady	Medziročná zmena zahraničného dopytu	2,67 %	4,36 %	-6,65 %	11,94 %	-11,16 %	16,52 %	
	Medziročná zmena výmenného kurzu USD/EUR	0 %	0 %	-20 %	10 %	-30 %	20 %	
	Medziročná zmena výmenných kurzov CHF, JPY, GBP, DKK, CAD, HRK, LVL voči EUR	0 %	0 %	10 %	-10 %	15 %	-10 %	
	Medziročná zmena výmenných kurzov ostatných mien voči EUR	0 %	0 %	20 %	-10 %	30 %	-20 %	
	Medziročná zmena cien akcií	5 %	10 %	-30 %	57 %	-50 %	115 %	
	Medziročná zmena základnej sadzby ECB	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	
	Medziročná zmena 3-mesačného EURIBOR-u	26 b.b.	28 b.b.	103 b.b.	50 b.b.	121 b.b.	72 b.b.	
	Medziročná zmena indexu iTraxx	0 b.b.	0 b.b.	123 b.b.	0 b.b.	165 b.b.	0 b.b.	
Nárast kreditných spreadov GR, IE, ES, IT a PT	0 b.b.	0 b.b.	150 b.b.	0 b.b.	200 b.b.	0 b.b.		
Makroekonomické veličiny odhadnuté na základe modelu	Medziročný rast reálneho HDP	1,60 %	4,51 %	-2,60 %	7,10 %	-4,59 %	8,47 %	
	Inflácia (HICP)	1,24 %	3,38 %	0,86 %	2,10 %	0,66 %	1,42 %	
	Nezamestnanosť	14,43 %	14,29 %	14,90 %	15,00 %	15,13 %	15,34 %	
Premenné pre kreditné riziko odhadnuté pomocou makroekonomických veličín	Ročná pravdepodobnosť zlyhania	Necitlivé odvetvia	3,13 %	2,26 %	7,13 %	8,14 %	10,13 %	12,12 %
		Mierne citlivé odvetvia	3,90 %	2,99 %	7,94 %	8,49 %	10,91 %	12,19 %
		Citlivé odvetvia	4,90 %	4,31 %	8,88 %	9,37 %	11,89 %	12,88 %
	Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	5,08 %	4,86 %	5,30 %	5,75 %	5,35 %	6,16 %	

Zdroj: NBS.

²⁵ Stresové testovanie je nástroj na stanovenie citlivosti finančného sektora na možný nepriaznivý vývoj. Nerobí predikcie budúceho vývoja a pracuje s viacerými predpokladmi a zjednodušeniami. Bližšie informácie o modeloch použitých pri stresovom testovaní, ich predpokladoch a scenároch sú v Analýze slovenského finančného sektora za prvý polrok 2010, ktorá je dostupná na www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analzy/AnalzySFS1p2010.pdf

Väčšina bánk v sektore by pravdepodobne mala zvládnuť aj výrazne zhoršenie ekonomického prostredia doma a v zahraničí. V porovnaní s výsledkami testovania bánk na konci roka 2009 nedošlo v sektore k výrazným zmenám.

Všetky banky v sektore by zvládli zhoršenie externého prostredia, ktoré bolo simulované v „základnom scenári“ (zodpovedá oficiálnej predikcii NBS, P2Q 2010) a v stresovom scenári „Druhá vlna krízy I“ (miernejšia verzia scenára, ktorý predpokladá upustenie od protikrizových a podporných opatrení vlád). Ani jedna banka v sektore by v prípade takýchto scenárov nevykázala kapitálovú primeranosť pod minimálnou hranicou stanovenou regulátorom. V oboch scenároch by väčšina bánk ťažila z nárastu ziskovosti. Vyššiu citlivosť vykázal bankový sektor najmä v prípade extrémneho zhoršenia ekonomického prostredia („Druhá vlna krízy II“ – vážnejšia verzia stresového scenára). V tomto prípade by v dvoch bankách ukazovateľ kapitálovej primeranosti klesol pod 8 %. Ostatné banky by boli schopné udržať podiel vlastných zdrojov nad 8%-nou hranicou vďaka zisku dosiahnutého v roku 2010 alebo 2011, alebo vďaka vysokej počiatkovej úrovni podielu vlastných zdrojov.

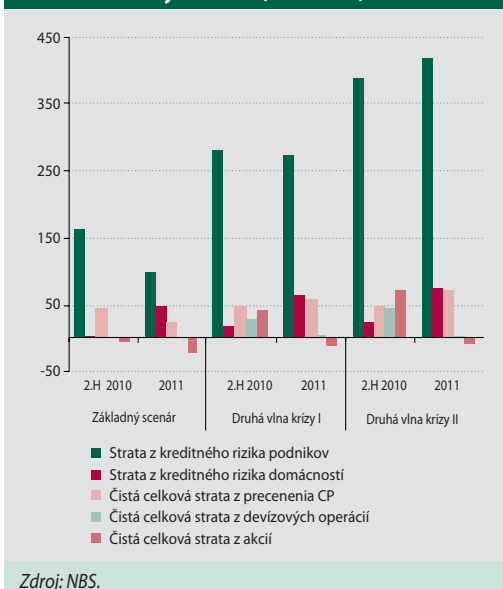
Podobne ako pri testovaní bánk na konci roka 2009, banky vykazovali aj na konci prvého polroka 2010 najväčšiu citlivosť na možné straty z podnikových úverov.

Podniky vykázali nižšiu schopnosť uhrádzať svoje záväzky bankám najmä v prípade stresových scenárov (graf 55). Pri základnom scenári predpokladáme skôr postupné uvoľňovanie kreditného rizika. Úvery domácnostiam vykázali v rámci stresového testovania vyššiu odolnosť. Ani výrazné zhoršenie ekonomického prostredia by nemalo spôsobiť významné zhoršenie portfólií úverov domácnostiam. Na druhej strane, niektoré banky vykázali vyššiu citlivosť na tento segment.

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

V prípade väčšiny bánk by straty spôsobené kreditným rizikom a trhovými rizikami boli zmiernené celkovou ziskovosťou. V prípade základného scenára očakávame dobrú schopnosť bánk ge-

Graf 55 Simulovaná strata z kreditného rizika a trhovými rizikami (mil. EUR)



nerovať zisk. Pri takomto scenári by stratu v priebehu roka 2010 alebo 2011 vykázali len tri banky. Pri realizácii miernejšej verzie stresového scenára by stratu vykázalo aspoň v jednom z dvoch sledovaných rokov sedem bánk. Pri vážnejšej verzii by počet bánk v strate stúpil na osem. Čisté úrokové príjmy z portfólia klientskych úverov a vkladov a kupónové výnosy z portfólia cenných papierov by boli hlavné zložky hrubých príjmov, pomocou ktorých by boli schopné banky znížiť stratu zo zlyhaných úverov.

Dopad stresových scenárov na výkonnosť fondov DDS bol mierne pozitívny. Investície vo fondoch DDS boli ovplyvnené predovšetkým vývojom cien akcií. Pri relatívne veľkej časti investícií podielových fondov sa prejavuje konzervatívne investovanie. V sektore poisťovní sa na znížení hodnoty aktív v stresových scenároch podieľa predovšetkým úrokové riziko.

Z dôvodu výraznej zmeny štruktúry fondov DDS smerom k aktívam s nízkym rizikom bol dopad makro stresových scenárov na fondy DDS nízky. Výkonnosť fondov DDS by dokonca vzrástla z dôvodu navýšenia úrokových príjmov pri rastúcich úrokových sadzbách, ktoré sa predpokladajú v stresových scenároch.

V najväčšom príspevkovom fonde DDS s trhovými podielom 35% v prípade scenára „Druhá vlna



Tabuľka 5 Dopad makroekonomických scenárov (% aktív, % NAV)

	Základný scenár				Druhá vlna krízy I				Druhá vlna krízy II			
	Priemer vážený objemom aktív	Dolný kvartil	Medián	Horný kvartil	Priemer vážený objemom aktív	Dolný kvartil	Medián	Horný kvartil	Priemer vážený objemom aktív	Dolný kvartil	Medián	Horný kvartil
Banky	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4
Poistovne	0,3	0,1	0,3	0,8	-0,4	-0,8	0,3	0,5	-0,8	-1,4	0,1	0,6
Aktíva poisťovní – unit-linked	1,4	0,7	2,2	3,1	-19,0	-27,5	-19,1	-10,2	-28,7	-45,8	-31,1	-15,6
Dôchodkové fondy	0,3	0,2	0,3	0,6	0,3	0,2	0,4	0,6	0,5	0,2	0,4	0,6
z toho: Konzervatívne	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,2	0,4	0,5
Vyvážené	0,3	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,5
Rastové	0,3	0,2	0,3	0,5	0,3	0,2	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,6
Doplnkové dôchodkové fondy	1,0	0,2	0,6	1,0	-1,0	-3,5	0,2	0,5	-1,9	-5,7	0,2	0,6
Podielové fondy	0,8	0,2	0,7	1,6	-1,8	-11,7	-1,1	0,4	-2,3	-17,9	-1,0	0,6
z toho: Akciové	2,2	0,9	2,5	6,6	-3,8	-23,0	-13,3	-3,7	-3,2	-38,2	-22,1	-6,1
Fondy peňažného trhu	0,3	0,3	0,3	0,6	0,4	0,2	0,4	0,6	0,7	0,2	0,4	0,6
Dlhopisové fondy	0,7	0,4	0,9	1,2	-1,6	-2,8	0,3	1,4	-2,1	-4,1	0,2	1,6
Zmiešané fondy	2,2	0,8	1,2	1,8	-4,1	-10,5	-2,3	0,3	-4,2	-16,3	-3,8	0,5
Fondy fondov	2,6	0,4	2,5	2,9	-15,0	-18,4	-16,8	-0,9	-22,1	-30,3	-27,6	-1,3

Zdroj: NBS.

Poznámka: V tabuľke sú zobrazené kvartily podielu straty alebo zisku na aktívach v dôsledku aplikovania príslušného scenára. Pri poisťovniach je zahrnutá iba zmena reálnej hodnoty aktív. Zmena reálnej hodnoty pasív nie je zahrnutá.

krízy II“ poklesla čistá hodnota majetku počas druhého polroka 2010 až o 5% najmä z dôvodu znehodnotenia akciových investícií. Na hodnotu majetku vo výplatných fondoch by stresové scenáre nemali významnejší dopad.

Podielové fondy kolektívneho investovania by zaznamenali v prípade stresových scenárov stratu za druhý polrok 2010 v priemere 2,0% až 3,5% hodnoty majetku (priemer vážený objemom čistej hodnoty aktív jednotlivých fondov). V stresovom scenári „Druhá vlna krízy I“ by stratu vyššiu ako 5% hodnoty aktív zaznamenali fondy s trhovým podielom 14%. Najvyššia nerovnomernosť dopadu stresových scenárov sa prejavuje pri akciových fondoch, kde miera dopadu výrazne závisí od podielu akciovej zložky. Počas roka 2011 by sa však straty zaznamenané v roku 2010 vymazali. To je spôsobené jednak predpokladaným opätovným oživením na akciových trhoch, jednak zvýšením čistých úroko-

vých príjmov z kupónov dlhových cenných papierov (keďže priemerná dĺžka dlhopisových investícií vo fondoch kolektívneho investovania je relatívne krátka).

Zatiaľ čo počas druhého polroka 2010 by približne polovica celkových strát poisťovní bola spôsobená znížením cien akcií, v roku 2011 by sa tieto straty postupne vymazali z dôvodu ich opätovného rastu. V poisťovniach by však zostali straty z poklesu hodnoty dlhových cenných papierov, ktoré by poisťovne zaznamenali kvôli postupnému nárastu úrokových sadzieb, resp. kreditných spreadov. Tento vývoj je spôsobený vysokým podielom cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu. Kvôli dlhej dĺžke týchto cenných papierov by sa ich hodnota nestihla do konca obdobia stresových scenárov vrátiť na pôvodnú hodnotu. Táto analýza však neberie do úvahy celkový dopad na poisťovne, pretože sa nezohľadňuje prípadné precenenie pasív.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



PRÍLOHY





1 NOVÝ EURÓPSKY RÁMEC NA OCHRANU FINANČNEJ STABILITY

Úvod

V novembri 2010 po dlhom vyjednávaní medzi členskými štátmi, Európskym parlamentom a Európskou komisiou došlo k prijatiu nového rámca pre finančný dohľad v EÚ, ktorý začne fungovať od januára 2011. Tento článok sa venuje jeho dizajnu, funkciám a cieľom a hodnotí jeho prínosy a negatíva.

V novembri 2008, krátko po tom, ako sa globálny finančný systém dostal na pokraj úplného kolapsu Európska komisia poverila skupinu predstaviteľov na vysokej úrovni vypracovaním návrhu pre efektívnejší systém finančného dohľadu v Európskej únii. K najdôležitejším nedostatkom súčasného systému, ktoré de Larosièrova skupina odborníkov vo svojej správe z februára 2009 identifikovala patria:²⁶

- chýbajúci mechanizmus včasného varovania a efektívny makroobzretný dohľad na úrovni EÚ,
- nedostatočná spolupráca a komunikácia medzi domácimi a hosťovskými dohľadmi finančných inštitúcií podnikajúcich vo viacerých krajinách EÚ,
- výrazné rozdiely v kontrolných aj sankčných právomociach národných orgánov dohľadu,
- slabá efektivita európskych výborov pre finančný dohľad na 3. úrovni z dôvodu nedostatku personálu, finančných zdrojov a slabých právomocí (prijímať záväzné rozhodnutia),
- rozdielna interpretácia a implementácia spoločnej regulačnej legislatívy na národných úrovniach,
- neúčinný systém pre riešenie kríz na úrovni EÚ (napr. neexistuje celoeurópsky mechanizmus pre riešenie úpadku medzinárodne podnikajúcej finančnej spoločnosti).

Pre riešenie nedostatkov v európskom finančnom dohľade de Larosièrova správa navrhuje zriadenie makroobzretného dohľadu na úrovni EÚ a vznik nových európskych inštitúcií finančného dohľadu pre sektory bankovníctva, poisťovníctva a obchodovania s cennými papiermi (tzv. európske orgány dohľadu, ESA). Európska

komisia a Európska rada schválili de Larosièrovu správu v marci 2009.

VZNIK NOVÉHO EURÓPSKEHO RÁMCA PRE FINANČNÝ DOHĽAD

Na základe výsledkov verejných konzultácií de Larosièrovej správy Európska komisia v máji 2009 vo svojom oznámení s názvom Európsky finančný dohľad predstavila podrobný návrh nového rámca dohľadu vrátane úloh, zodpovedností a funkčnej organizácie nových inštitúcií – Európskej rady pre systémové riziká (ESRB) a Európskeho systému orgánov finančného dohľadu (ESFS).²⁷ Nasledovalo kolo verejných pripomienok. Mnohé z pripomienok, ktoré Európska komisia dostala, sa týkali chýbajúcich detailov v návrhu a súhlasné stanoviská boli podmienené doplnením ďalších podrobností. Vysoko kritické bolo napr. odborné stanovisko Českej národnej banky, ktorá nepodporila vznik ESFS v navrhovanej forme.²⁸

Rada Ecofin (ministri financií štátov EÚ) návrh Európskej komisie na svojom stretnutí 9. júna 2009 schválila, pričom jej spoločné vyhlásenie obsahuje výhradu voči právomociam autorít na úrovni EÚ akokoľvek zasahovať do rozpočtových zodpovedností členských štátov. Na tomto stretnutí menšia skupina krajín na čele s Veľkou Britániou vyjadrila nesúhlas s takou prípadnou aplikáciou navrhovaných právomocí nových európskych orgánov dohľadu, ktorá by mohla viesť k narušeniu fiškálnej suverenity členských krajín. Nesúhlasili s navrhovanou právomocou za určitých okolností (napr. v prípade neschopnosti vyriešiť vzájomný spor národných orgánov dohľadu dvoch členských krajín, alebo nečinnosti národného dohľadu v situácii, kedy sa vyžaduje rýchle rozhodnutie) vydať záväzné rozhodnutie vo vzťahu k finančnej inštitúcii, ktoré by vyžadovalo použitie národných verejných zdrojov (napr. pre navýšenie kapitálu finančnej inštitúcie). Takáto situácia mohla teoreticky vzniknúť pri riešení krízovej situácie okolo belgicko-holandskej finančnej skupiny Fortis na jeseň 2008.²⁹ V skutočnosti dotknuté orgány dohľadu a vlády Holandska, Belgicka a Luxemburska relatívne

26 Skupine predsedal bývalý guvernér Banque de France a generálny riaditeľ MMF Jacques de Larosière.

27 Išlo o prvé návrhy pre uvedené inštitúcie, ktoré časom získali inú podobu a názvy. Finálna podoba nového európskeho systému dohľadu podľa návrhov nariadení Európskeho parlamentu a Rady z novembra 2010 je v schéme na nasledujúcej strane.

28 ČNB: Pozície České národnej banky ke zprávě skupiny vedené Jacquese de Larosièrem k dohledu nad finančním trhem v EU, marec 2009.

29 Bližšie v NBS: Správa o finančnej stabilite za rok 2008, box 3. www.nbs.sk/_img/Documents/ZAKLNBS/PUBLIK/SFS/SFS2008.pdf

rýchlo stabilizovali situáciu rozhodnutím o doplnení kapitálu z verejných peňazí. Avšak namiesto podpory finančnej skupiny ako celku každá vláda v súlade s jej zodpovednosťou za domácu finančnú stabilitu poskytla verejné zdroje časti skupiny podnikajúcej na jej území. Došlo k rozdeleniu skupiny podľa hraníc krajín, v ktorých podnikala, čo neskôr viedlo k súdnym sporom pôvodných akcionárov s vládami. Je však ťažké si v súčasnosti predstaviť rozhodnutie európskeho dohľadu, ktoré by nútilo národné vlády vynaložiť prostriedky daňovníkov na záujem presahujúci ich národné hranice. Riešenie krízovej situácie by to pravdepodobne skôr skomplikovalo.

Vznik nového rámca pre európsky finančný dohľad podporila aj Európska rada na svojom rokovaní 18. – 19. júna 2009. V komuniké zo stretnutia Európskej rady bola opätovne vyjadrená nevôľa so zasahovaním do fiškálnych zodpovedností členských štátov zo strany európskych dohľadacích autorít. Zároveň však Európska rada súhlasila s primeranými právomocami pre ESA vydávať záväzné rozhodnutia, a to aj v prípade nezhôd medzi orgánom dohľadu domáceho a hostiteľského štátu.

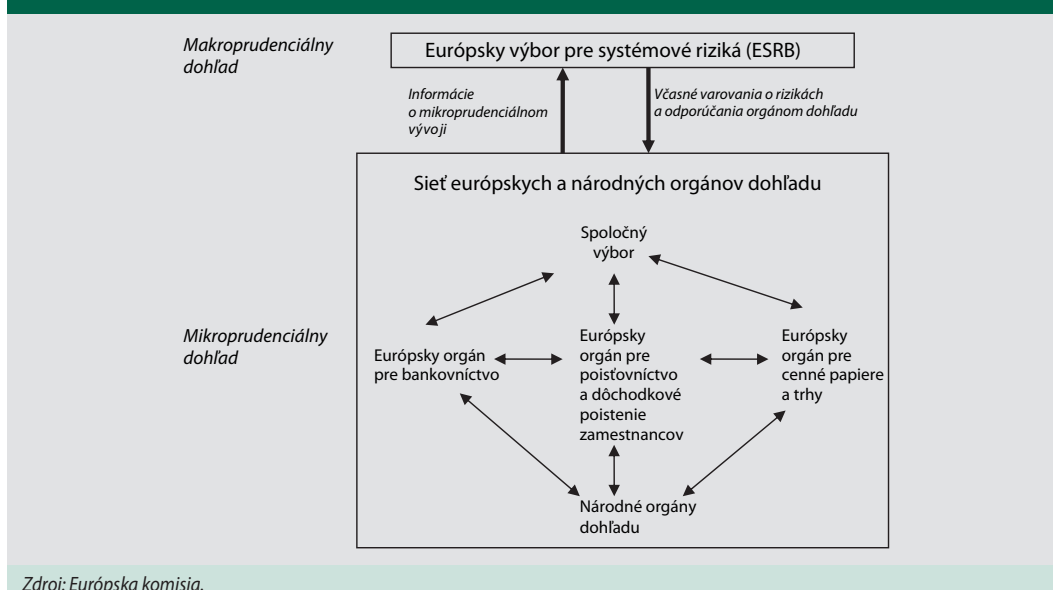
V septembri 2009 Európska komisia zverejnila návrhy právnych noriem, na základe ktorých mali do konca roka 2010 vzniknúť Európska rada pre systémové riziko a Európsky systém orgá-

nov finančného dohľadu. Návrhy legislatívy po schválení Európskou radou smerovali na posúdenie do Európskeho parlamentu. Až začiatkom septembra 2010 došlo k politickej dohode medzi Európskym parlamentom a členskými štátmi o konečnej podobe nového európskeho rámca pre finančný dohľad.³⁰ Európsky parlament a Európska rada v novembri 2010 formálne schválili nový systém európskeho finančného dohľadu (schéma). Nové inštitúcie finančného dohľadu začnú vykonávať činnosť od 1. januára 2011.

ÚLOHY, PRÁVOMOCI A ZLOŽENIE NOVÝCH EURÓPSKÝCH ORGÁNOV DOHĽADU

Hlavnou úlohou ESRB bude identifikovať systémové riziká a včas pred nimi varovať tak, aby bola zachovaná stabilita finančného systému EÚ. K hodnoteniu zdravia finančného systému bude pristupovať z makroprudenciálnej perspektívy, tzn. bude zohľadňovať vzájomnú prepojenosť finančných inštitúcií a vývoj úverového cyklu. ESRB nebude mať právomoc prijímať záväzné rozhodnutia vo vzťahu k členským štátom. Očakáva sa však, že vzhľadom na jej prestíž a personálne zloženie budú mať varovania a odporúčania (založené na nezávislom hodnotení a kvalitných analýzach) ESRB náležitú váhu a ich príjemcovia sa nimi budú riadiť. Inak budú musieť zdôvodniť nerešpektovanie odporúčaní. Odporúčania nebudú automaticky zverejňované; ich zverejnenie

Schéma: Európsky systém finančného dohľadu



30 Európsky parlament okrem iného žiadal výraznejšie právomoci pre nové ESA, čomu sa členské štáty bránili.



bude podliehať schváleniu 2/3 hlasov v Generálnej rade. Generálna rada zložená najmä z guvernérov centrálnych bánk EÚ bude hlavným rozhodovacím orgánom ESRB.³¹ Logistickú podporu a analýzy pre novú inštitúciu bude poskytovať Sekretariát, ktorý zabezpečí ECB. Na čele ESRB bude počas prvých piatich rokov prezident ECB, potom sa táto organizačná črta prehodnotí.

Nové európske agentúry dohľadu – Európsky orgán pre bankovníctvo, Európsky orgán pre cenné papiere a trhy, Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové zabezpečenie zamestnancov – budú nástupcami troch existujúcich európskych výborov.³² Okrem právomocí týchto výborov ESA získajú aj nové právomoci:

- vypracovávať návrhy vykonávacích technických predpisov, s cieľom vytvoriť jednotné pravidlá pre finančný sektor EÚ („single rule book“),
- prijímať záväzné rozhodnutia v prípade, ak sa orgány národných dohľadov (aj v rámci kolégií dohľadov) dostanú do vzájomného sporu v situáciách vymedzených v zákone (nesúhlas s konaním, nekonanie, keď to príslušná legislatíva vyžaduje), a tým ohrozujú chránené záujmy vkladateľov, investorov, prijímateľov služieb alebo finančnú stabilitu v niektorej členskej krajine,
- zabezpečovať konzistentnú implementáciu európskych noriem (legislatívne sa zakotvil trojstupňový mechanizmus pre postup voči národnému orgánu dohľadu, ktorý porušuje legislatívu EÚ vrátane vykonávacích technických predpisov),
- vykonávať priamy dohľad nad činnosťou ratingových agentúr (v kompetencii Európskeho orgánu pre cenné papiere),
- prijímať právne záväzné rozhodnutia vo vzťahu k národným orgánom (len v zmysle prísnej implementácii legislatívy) v prípade, že Európska rada vyhodnotí situáciu ako núdzovú.

Rozhodnutia ESA v núdzových situáciách však nemôžu byť v rozpore s fiškálnou zodpovednosťou členských štátov. Európsky orgán pre bankovníctvo napr. nemôže prikázať členskému štátu zachrániť upadajúcu banku z verejných zdrojov, no mohol by napr. zaviesť dočasný zákaz obchodovania s niektorými finančnými nástrojmi počas finančnej krízy. Najvyšším rozhodovacím orgánom každej ESA bude Rada orgánov dohľadov pozostávajúca z vrcholných predstaviteľov re-

levantných orgánov dohľadu členských krajín.³³ Rozhodnutia rady budú prijímané na základe jednoduchej a v niektorých prípadoch (napr. pri schvaľovaní návrhov vykonávacích technických predpisov) kvalifikovanej väčšiny hlasov. Každú ESA bude navonok reprezentovať predseda.

PRÍNOS NOVÉHO SYSTÉMU JE V DLHODOBOM HORIZONTE MOŽNÝ, V KRÁTKODOBOM HORIZONTE NEREÁLNY

Či nový systém európskeho finančného dohľadu naplní očakávania, sa ukáže časom. Legislatíva sa má prehodnotiť po troch rokoch fungovania. Zároveň Európska komisia každoročne predloží správu o vhodnosti rozšírenia povinností ESA v oblasti priameho dohľadu inštitúcií a infraštruktúry s celoeurópskym dosahom. Skutočným testom účinnosti systému však bude až najbližšie obdobie boomu spojené s akumuláciou rizík pre finančnú stabilitu.

Ďalšej integrácii finančného trhu (a tým aj celkovej ekonomickej integrácii) v EÚ bráni podľa Európskej komisie aj nerovnaká implementácia európskej finančnej legislatívy do národných právnych rámcov, množstvo národných výnimiek z legislatívy Spoločenstva, rôznorodá inštitucionálna štruktúra a kvalita národných dohľadov. Je však otázne, či prípadné zlepšenie v tomto smere – vďaka novému rámcu pre finančný dohľad – výraznejšie podporí finančnú integráciu v EÚ. V súčasnosti je cieľ finančnej stability silno zakotvený v národných legislatívach a zodpovednosť za finančnú stabilitu konkrétneho štátu nesú národné inštitúcie. Národná banka Slovenska to pokladá za prirodzené, vzhľadom na pretrvávajúce množstvo národných špecifik – od jazykových bariér, zvykov spotrebiteľov až po rozdiely zohľadňujúce lokálne špecifiká v právnych systémoch a v legislatíve upravujúcej oblasti dôležité pre finančnú stabilitu. Práve existencia týchto národných špecifik (prirodzených prekážok hlbšej integrácie finančných trhov) vyžaduje nutnosť zabezpečovať finančnú stabilitu na národnej úrovni. Preto je finančnú stabilitu EÚ alebo eurozóny potrebné chápať ako súhrn finančnej stability na národných úrovniach.

Súčasný problém EÚ/eurozóny s finančnou stabilitou súvisia buď s fiškálnou nezodpovednosťou vlád (Grécko a do istej miery aj Portugalsko), alebo s nekontrolovaným rastom bankových úverov súkromnému sektoru s následným vzni-

31 K ďalším členom Generálnej rady ESRB s hlasovacími právami budú patriť prezident a viceprezident ECB, člen Európskej komisie a predsedovia troch ESA. Členmi bez hlasovacích práv budú po jednom predstaviteľovi národných orgánov dohľadu z každého členského štátu a prezident hospodárskeho a finančného výboru.

32 Tieto disponujú najmä poradnými právomocami a právomocami vydávať nezáväzné inštrukcie a odporúčania.

33 Členmi bez hlasovacieho práva budú predseda danej ESA, po jednom zástupcovi z Európskej komisie, ESRB a ostatných dvoch ESA.



kom bublín v cenách aktív (Írsko, Španielsko). Vo vzťahu k problému nadmernej úverovej expanzie Giavazzi a Spaventa (2010) dôvodí, že najefektívnejším nástrojom pre jej prevenciu a včasné vynútenie opravných opatrení v podmienkach menovej únie s voľným pohybom kapitálu je výkon špecifických regulačných a dohliadacích právomocí voči finančným inštitúciám. Autori ďalej argumentujú, že tieto právomoci v rukách národných autorít nie sú efektívne z dôvodu známych problémov nežiaducej úzkej väzby medzi domácimi firmami a príslušnou autoritou, nadmernej zhovievavosti a nechote prerušiť boom a zaviesť adekvátne preventívne opatrenia zo strany zodpovedných orgánov. Správnym riešením podľa nich je preto zveriť tieto právomoci nadnárodnému orgánu. Detaily sú v tomto prípade dôležité a keďže dizajn nového európskeho finančného dohľadu je výsledkom kompromisov, je náchylný na rôzne nedostatky. Problematickým sa javí spôsob rozhodovania v Rade dohľadov ESA, kde jej predseda ani nikto iný, kto by reprezentoval záujmy únie ako celku, nedisponuje hlasovacími právami. Európska komisia môže vo výnimočných prípadoch a len keď je to v záujme Spoločenstva zmeniť a dokonca zamietnuť technické a vykonávacie predpisy ESA. Môže to síce prispieť k zohľadneniu záujmov únie ako celku, no zároveň takýto rozhodovací rámec spomaľuje a komplikuje reguláciu. V období značného vzájomného prepojenia a prelínania sa segmentov bankovníctva, poisťovníctva a obchodovania s cennými papiermi sa ťažkopádny javí aj rozdelenie dohľadu nad týmito segmentmi do samostatných autorít, ktorých sídlo bude navyše v troch rôznych európskych mestách. Preventívnu účinnosť dohľadu znižuje aj nezáväznosť rozhodnutí ESRB a samozrejme aj (pochopiteľná) poisťka proti takým rozhodnutiam ESA, ktoré by znamenali použitie verejných zdrojov na národnej úrovni. Táto poisťka môže v praxi viesť ku komplikáciám, pretože teoreticky akékoľvek rozhodnutie ESA, ktoré sa neskôr ukáže ako chybné, môže viesť k potrebe použitia verejných zdrojov členského štátu. Čiže, ak sa budú líšiť názory ESA a národného orgánu dohľadu na fiškálne dopady rozhodnutia ESA, vznikne problém, spôsob riešenia ktorého nie je zatiaľ jasný. Problém tiež predstavujú krátke lehoty na preukázanie fiškálneho dopadu rozhodnutí ESA a náročnosť samotného dokazovania. Každopádne sa javí akcieschopnosť Európskeho systému finančného dohľadu ako značne oklieštená.

Jeho hlavným prínosom by mohol byť silnejší tlak na harmonizovanú implementáciu európskej legislatívy (zrušenie národných výnimiek) a tvorbu minimálnych spoločných štandardov. Zároveň sa (teoreticky) zlepšila možnosť zabezpečiť koordinovanejšie správanie sa národných regulátorov s obmedzením neželaných dopadov rozhodnutia jedného národného dohľadu na situáciu v inej krajine EÚ najmä v čase krízy. Každodenný dohľad nad finančnými inštitúciami ostáva na národnej úrovni a v rámci EÚ sa má koordinovať na základe existujúcich mechanizmov, najmä kolégií dohľadov. Zodpovednosť za finančnú stabilitu je teda stále primárne na národných úrovniach a k tejto zodpovednosti musia patriť aj adekvátne právomoci. Národná banka Slovenska je presvedčená, že takto by to malo ostať aj do budúcnosti. NBS vidí riziká v snahách o prílišnú centralizáciu regulačných právomocí, ktorá by viedla aj k centralizácii riadenia finančných skupín a posilňovaniu kompetencií tzv. domácich (skupinových) regulátorov: uvoľnenie požiadaviek na kapitál a likviditu dcérskych spoločností môže v čase krízy prispieť k jej rýchlejšiemu šíreniu v celej finančnej skupine. Potvrdzujú to skúsenosti z poslednej finančnej krízy, keď zdravie a stabilita dcérskych spoločností bola zachovaná vďaka prísnej regulácii a dohľadu tzv. hostovských orgánov dohľadu.

ZÁVER

Nový rámec pre európsky finančný dohľad je výsledkom dohody 27 krajín s rôznym stupňom rozvoja a veľmi rôznorodou štruktúrou finančného sektora. Pochopiteľné sú napríklad obavy menších krajín s prevažne zahranične vlastneným finančným sektorom, že za určitých – nie nepredstaviteľných – podmienok ich finančná stabilita môže byť obetovaná v prospech finančnej stability EÚ. Známy je aj strach Londýna z pokusov zvýšiť právomoci ESA cez chystanú legislatívu v oblastiach ako napr. obchodovanie s derivátmi. V súčasnej fáze budovania únie je podoba nového rámca pre finančný dohľad v EÚ zložitým kompromisom. Určite predstavuje potenciál do budúcnosti pre pokrok vo vytváraní podmienok pre stabilitu EÚ ako celku, no zároveň má zo súčasného pohľadu aj potenciál veci skomplikovať. Len správne a kvalitné rozhodnutia a zodpovedný a efektívny výkon obmedzených právomocí ESA a ESRB budú generovať potrebnú dôveryhodnosť týchto inštitúcií. Podmienkou je, aby



činnosť týchto inštitúcií bola založená na akceptácii myšlienky, že finančná stabilita EÚ je zaistená len vtedy, ak je zaistená finančná stabilita jej členských štátov. Primárnu zodpovednosť za ňu stále nesú príslušné národné inštitúcie.

Literatúra

- Česká národní banka: Pozice České národní banky ke zprávě skupiny vedené Jacquesem de Larosièrem k dohledu nad finančním trhem EU. www.cnb.cz, 18. marca 2009.
- Česká národní banka: Pozice České národní banky k dokumentu Evropské unie Communication from the Commission – European financial supervision. www.cnb.cz, 2009.
- Európska komisia: Communication from the Commission: European Financial Supervision. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/communication_may2009/C-2009_715_en.pdf, 27. mája 2009.
- Európska komisia: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_501_en.pdf, 23. septembra 2009.
- Európska komisia: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/supervision/20090923/com2009_499_en.pdf, 23. septembra 2009.
- Giavazzi F. a Spaventa, L.: Why Current Account Matters in a Monetary Union, Lessons from the Financial Crisis in the Euro area. *CEPR*, september 2010.
- Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. .../2010, ktorým sa zriaďuje Európsky orgán dohľadu (Európsky orgán pre bankovníctvo) a ktorým sa mení a dopĺňa rozhodnutie č. 716/2009/ES a zrušuje rozhodnutie Komisie 2009/78/ES. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/sk/10/pe00/pe00040.sk10.pdf>, 9. novembra 2010.
- Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) č. .../2010 o makroprudenciálnom dohľade Európskej únie nad finančným systémom a o zriadení Európskeho výboru pre systémové riziká. <http://register.consilium.europa.eu/pdf/sk/10/pe00/pe00039.sk10.pdf>, 9. novembra 2010.
- Report of the High level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, 25. februára 2009.
- Ruding, H. O.: From National to European Regulation: Towards European Financial Supervisory Authorities. *CEPS Policy Brief No. 209*, máj 2010.
- Report of the High level group on financial supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, 25. februára 2009.
- Véron, N.: The Challenge of Europe's Effort at Financial Redesign. www.bruegel.org, apríl 2010.
- Wymeersch, E.: The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, an interim report. *WP 2010-01, Universiteit Gent*, 2010.

2 EXTERNÁ POZÍCIA SLOVENSKA A UDRŽATEĽNOSŤ BEŽNÉHO ÚČTU

Slovensko, podobne ako ostatné nové členské krajiny EÚ z regiónu strednej a východnej Európy, dlhodobo vykazuje pomerne vysoký deficit bežného účtu. Opakované deficity vytvárajú značnú akumuláciu záväzkov voči zahraničiu. Vzhľadom na charakter dobiehajúcej ekonomiky bol tento vývoj v akademickej literatúre hodnotený ako rovnovážny a podporujúci konvergenciu ekonomiky. Vzhľadom na obmedzené vzťahy so zahraničím v minulosti bol považovaný aj za prirodzený prejav prehlbujúcej sa finančnej integrácie. V prípade niektorých najvýraznejšie zadlžených krajín regiónu však prepuknutie finančnej a hospodárskej krízy znamenalo zmenu pohľadu na udržateľnosť externej pozície a potrebu opatrení na zníženie zadlženia.

Slovensko vstupom do eurozóny eliminovalo viaceré riziká spojené s externým financovaním ekonomiky, avšak aj vývoj v najviac zadlžených ekonomikách eurozóny zvýraznil význam zdravých fundamentov, najmä konkurencieschopnosti ekonomiky a adekvátnosti reálneho kurzu a ich dôležitosť pre udržateľnosť externej pozície.

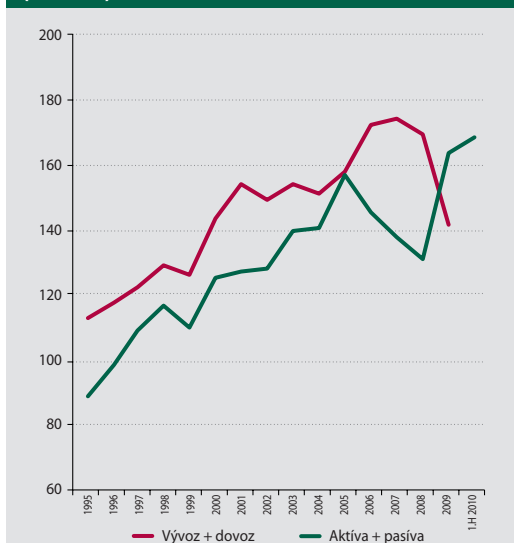
V tomto príspevku sa v prvej časti zameriame na niektoré aspekty medzinárodnej finančnej integrácie Slovenska, najmä na zmeny, ktoré so sebou priniesol vstup do eurozóny. Vzhľadom na dlžnícku pozíciu ekonomiky voči zahraničiu, v druhej časti overíme, či súčasná úroveň zadlženosti by mohla potenciálne viesť k problematickému vývoju na bežnom účte platobnej bilancie.

MEDZINÁRODNÁ FINANČNÁ INTEGRÁCIA SR

Pre Slovensko bola charakteristická rozsiahlejšia integrácia prostredníctvom obchodu s tovarmi a službami, než prostredníctvom finančných vzťahov, reprezentovaných medzinárodnou investičnou pozíciou (MIP). Vstup do eurozóny znamenal ďalšie prehĺbenie integrácie prostredníctvom finančných vzťahov. Po dosiahnutí určitého stupňa integrácie a akumulácie kapitálu sa začal aj v ich prípade rozvoj finančnej aktivity smerom von, z dôvodov diverzifikácie portfólia.

Rast finančnej integrácie podporovala aj vysoká otvorenosť slovenskej ekonomiky (meraná

Graf 56 Finančná a obchodná integrácia SR (% HDP)



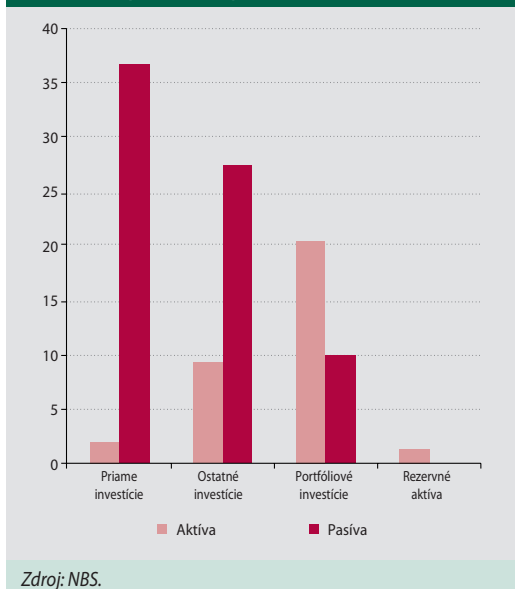
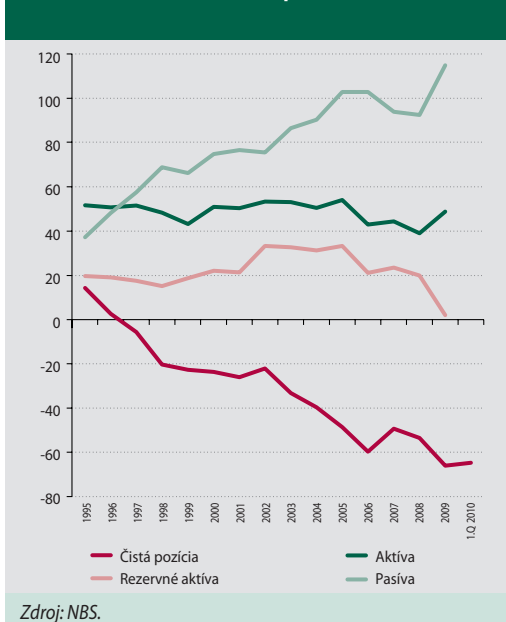
Zdroj: NBS.

Graf 57 Finančná integrácia: Grubel -Lloyd index



Zdroj: NBS.

1) Index očistený o oficiálne devízové rezervy.

Graf 58 Medzinárodná investičná pozícia, 1.Q 2010 (mld. EUR)

Graf 59 Čistá investičná pozícia SR (% HDP)


podielom vývozu a dovozu tovarov a služieb na HDP) (graf 56).

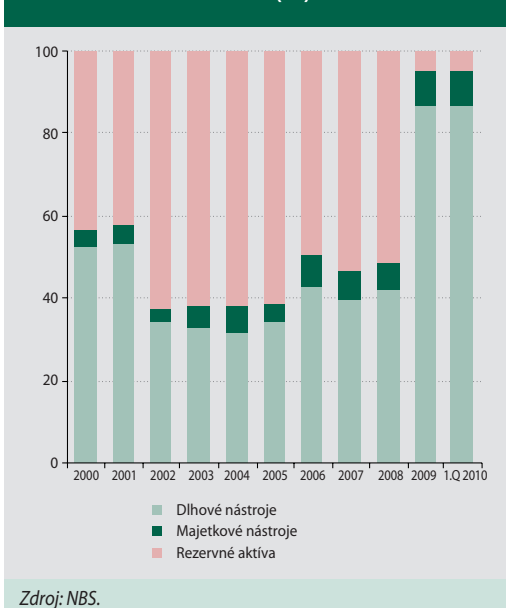
Mieru medzinárodnej finančnej integrácie je možné posudzovať na základe vývoja Grubel-Lloyd indexu,³⁴ ktorý porovnáva rozsah čistej investičnej pozície (aktíva mínus pasíva) s veľkosťou celkových finančných tokov – hrubej investičnej pozície (aktíva plus pasíva). Hodnota indexu sa pohybuje v rozmedzí od 1 (čistá pozícia je vyrovnaná a úlohu zohrávajú len celkové, hrubé toky) po 0 (v čistej pozícii dominuje „rozvojové“ alebo „diverzifikačné“ financovanie). V SR tento pomer klesal, odrážal prevažujúcu potrebu financovať bežný účet skôr ako prehlbovanie finančnej integrácie v zmysle prehlbovania diverzifikačného financovania.

Iný pohľad podáva modifikovaný G-L index, ktorý na strane aktív nezahŕňa oficiálne devízové rezervy, keďže vysoká úroveň devízových rezerv môže „zakrývať“ prípadnú vyššiu dlžnícku pozíciu súkromného sektora. Vzhľadom na charakter kurzového režimu bol v prípade SR vysoký podiel rezervných aktív v štruktúre aktív. Vstup do eurozóny znamenal stratu autonómnej menovej politiky a zmenu významu devízových rezerv, čo sa v medzinárodnej investičnej pozícii odrazilo ich výrazným poklesom.

Čistá investičná pozícia (aktíva mínus pasíva v pomere k HDP) je negatívna 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.

Zmeny v medzinárodnej investičnej pozícii v roku 2009 boli ovplyvnené vstupom SR do eurozóny. Významná časť aktív i pasív pôvodne denominovaných v eure sa automaticky zmenila na aktíva a pasíva v domácej mene, čím sa výrazne

Graf 60 Štruktúra aktív (%)


34 $1 - (A-L) / (A+L)$, kde A sú aktíva MIP a L sú pasíva MIP.

Graf 61 Štruktúra pasív (%)


Zdroj: NBS.

eliminovalo kurzové riziko. Úrokové riziko taktiež pokleslo vzhľadom na nižšie rizikové prirážky na dlhy emitované v zahraničí.

Štruktúra aktív a pasív z hľadiska zastúpenia dlhových a nedlhových nástrojov zaznamenala po vstupe do eurozóny tiež určité zmeny. Na strane aktív sa zmena významu devízových rezerv NBS premietla do formálneho vykazovania, kde sú za devízové rezervy NBS považované zahraničné aktíva v cudzej mene (inej ako euro) voči nerezidentom eurozóny. Vzhľadom na vysoké zastúpenie aktív denominovaných v eure došlo k výraznému zníženiu objemu devízových rezerv a nárastu objemu portfóliových investícií, kam boli aktíva reklasifikované.

V pasívach vzrástol podiel dlhových nástrojov, ktorý do veľkej miery súvisel s rozhodnutím NBS splniť záväzky voči bankovému sektoru po vstupe do eurozóny pôžičkou E eurosystému.

Box 1
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 – samostatne sú identifikované aktíva a pasíva. Položka zahraničných aktív zahŕňa priame investície v zahraničí, portfóliové investície, ostatné investície (rozlíšené na majetkové a dlžobné cenné papiere) a rezervné aktíva. Položka zahraničných pasív zahŕňa priame investície vo vykazujúcej ekonomike, portfóliové investície a ostatné investície.

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 trhovú cenu k dispozícii, používa sa účtovná hodnota.

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

**NÁPRAVA VONKAJŠEJ NEROVNOVÁHY**

Rizikom pretrvávajúceho vysokého deficitu bežného účtu, resp. negatívnej čistej pozície je možný destabilizujúci vplyv náhleho zastavenia kapitálových tokov alebo šok v podobe rastu úrokových sadzieb. Predpokladalo sa, že členstvo v menovej únii tieto riziká eliminuje. Kríza dôvery v suverénne štáty však odhalila, že aj v menovej únii má vonkajšia nerovnováha reprezentovaná deficitom bežného účtu a akumuláciou dlhov svoj ekonomický význam.

V súčasnosti sa preto prehodnocuje význam deficitu bežného účtu pre krajinu, ktorá je členom menovej únie. Rast ekonomickej a finančnej integrácie krajín EÚ ovplyvnil správanie ekonomických subjektov. Od začiatku 90. rokov sa výrazne zlepšovali podmienky financovania a jeho dostupnosť. Perspektívy rastu príjmov (a produktivity) zintenzívnili preferenciu súčasnej spotreby. Vznikli nadmerné optimistické očakávania, ktoré vo viacerých krajinách eurozóny viedli k neudržateľnému deficitu bežného účtu a akumulácii zahraničného dlhu.

Potrebná náprava môže prebiehať cez viaceré kanály. Zmeny prebiehajú najmä cez redukciu spotreby a štrukturálne zmeny potrebné k získaniu exportnej konkurencieschopnosti krajiny (obchodný kanál). Časť náprav môže prebiehať cez zmeny vo výnosovosti a ocenení finančných aktív a pasív (tzv. finančný kanál). Viaceré štúdie³⁵ odhadli, že prostredníctvom finančného kanálu sa v prípade vyspelých ekonomík s rozsiahlou MIP realizuje približne 30% nápravy vonkajšej nerovnováhy. Tento kanál na vzniknutý šok reaguje v krátkodobom horizonte. Podstatná časť korekcie teda prebieha prostredníctvom obchodného kanálu a pôsobí v dlhodobom horizonte.

MMF odhadol, že v prípade rozvíjajúcich sa krajín je pôsobenie finančného kanálu nižšie a v niektorých prípadoch – v závislosti od menovej štruktúry aktív a pasív a charakteru čistej pozície – môže pôsobiť na nápravu nerovnováh aj negatívne.

V prípade SR relatívne váhy aktív vplyvajú na výnosovosť čistej pozície negatívne (t. j. náklady na pasíva prevyšujú výnosy z aktív), čo vplyva na smer pôsobenia finančného kanálu. Tento kanál – podobne ako v prípade rozvíjajúcich sa ekono-

mík, ktoré sú v pozícii dlžníka – pôsobí na vonkajšiu nerovnováhu negatívne. Znamená to, že na stabilizáciu čistej investičnej pozície musí ekonomika generovať vyšší prebytok bežného účtu.

Jedným zo spôsobov zhodnotenia udržateľnosti vývoja čistej pozície je využitie účtovných identít vzťahov medzi vývojom platobnej bilancie a čistej pozície, ktoré umožňujú odvodiť úroveň bežného účtu (benchmark), ktorá na určitej úrovni stabilizuje čistú investičnú pozíciu v pomere k HDP. Práce,³⁶ ktoré analyzovali benchmarkovú úroveň bežného účtu pre krajiny strednej a východnej Európy, v prípade Slovenska nezistili prítomnosť výraznej nerovnováhy.

Problémom tohto prístupu je normatívna voľba úrovne, na ktorej by sa mala externá pozícia stabilizovať. Jednou z možností je uvažovať s aktuálnou úrovňou čistej pozície, alebo s úrovňou, ktorá je pokladaná za konzistentnú s ochotou zahraničných investorov financovať danú krajinu (MMF 2005).

Vychádzame zo vzťahu (1), kde sú na základe účtovnej identity zmeny v netto investičnej pozícii (stavov finančných aktív a pasív) definované tokovými veličinami bilancie bežného účtu a kapitálového účtu. Dezagregované vplyvy na čistú medzinárodnú investičnú pozíciu možno rozdeliť nasledovne (podľa Lane, Milesi-Ferreti)³⁷:

$$B_t - B_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t \quad (1)$$

kde

B_t je čistá investičná pozícia

CA_t je bilancia bežného účtu

KG_t sú kapitálové zisky/straty, vyjadrené ako zmena stavu (z medzinárodnej investičnej pozície) mínus zodpovedajúci tok (z platobnej bilancie)

E_t sú transfery na kapitálovom účte³⁸ a netto chyby a omyly

Vzťah (1) je možné vyjadriť ako podiely HDP:

$$b_t - b_{t-1} \equiv ca_t + kg_t - \frac{g_t + \pi_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} b_{t-1} + e_t \quad (2)$$

Kde g_t je reálny rast HDP a π_t je miera inflácie.

Na dynamiku vývoja pôsobí miera rastu ekonomiky, vplyvy zmien výmenných kurzov mien a výnosovosť jednotlivých investičných nástro-

35 Napríklad Gourichas and Rey (2005), MMF (2005).

36 Ca Zorzi, Chudik, Dieppe (2009), Lane, Milesi-Ferreti (2006).

37 Lane, Milesi-Ferreti: Capital Flow to Central and Eastern Europe, MMF 2006.

38 Kapitálový účet zahŕňa zahraničnú pomoc investičného charakteru, plynúcu od zahraničných vlád a mimovládnych subjektov a nákupy a predaje patentov, licencií a autorských práv.

jov. Kapitálové zisky/straty kg zahŕňajú vplyvy zmeny výmenných kurzov mien, v ktorých sú denominované jednotlivé finančné nástroje voči euru, efekty zmien trhového ocenenia nástrojov, ako aj iné zmeny objemu. Posledný člen e vzťahu (2) zachytáva vplyv rastu HDP krajiny na zmenu jej relatívnej investičnej pozície.

Bilanciu bežného účtu ca je možné ďalej rozložiť na vplyvy výnosov z investícií, ktoré majú priamy vzťah s tokmi kapitálu a ostatné vplyvy (bilancie obchodu tovarov a služieb, kompenzácií pracovníkov a bilancie bežných transferov), ktoré zahŕňa člen $bgst_t$.

Bilancia výnosov je významným komponentom bežného účtu, ktorý výrazne negatívne prispieva k rastu deficitu bežného účtu platobnej bilancie SR (graf 62).³⁹ Vzťahy medzi čistou investičnou pozíciou a bilanciou bežného účtu ovplyvňuje výnosovosť nástrojov investičného portfólia. Predpokladáme rozdielnu reálnu výnosovosť aktív a pasív r_t :

$$b_t - b_{t-1} \equiv bgst_t + \frac{r_t^A - g_t}{1 + g_t} a_{t-1} - \frac{r_t^L - g_t}{1 + g_t} l_{t-1} + e, \quad (3)$$

Aktíva a pasíva ďalej rozčleníme na dlhové a majetkové investičné nástroje, o ktorých predpokladáme, že majú rozdielnu výnosovosť. V prípade majetkových investičných nástrojov (PZI a portfóliové investície) môže krajina zdieľať riziká so zahraničnými investormi. Výnosovosť majetkových investícií je naviazaná na výkonnosť ekonomiky, takže v období slabšej výkonnosti zvyčajne klesá. 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.

$$b_t - b_{t-1} \equiv bgst_t + \frac{r_t^{EQA} - g_t}{1 + g_t} a_{t-1}^{EQ} + \frac{r_t^{DA} - g_t}{1 + g_t} a_{t-1}^D - \frac{r_t^{EQL} - g_t}{1 + g_t} l_{t-1}^{EQ} - \frac{r_t^{DL} - g_t}{1 + g_t} l_{t-1}^D + e, \quad (4)$$

Kde

$b_t - b_{t-1}$ je zmena čistej pozície,

$bgst_t$ je súčtom bilancie tovarov, služieb, bežných transferov a kompenzácií pracovníkov,

r_t je reálny výnos investície v členení na majetkové a dlhové aktíva (a^{EQ} , a^D) a majetkové a dlhové pasíva (l^{EQ} , l^D),

g_t je tempo reálneho rastu ekonomiky.

Dôležitou je štruktúra portfólia, keďže relatívne zastúpenie jednotlivých nástrojov podmieňuje rozsah vplyvu výnosovosti jednotlivých investičných nástrojov. Tabuľka 6 uvádza štruktúru MIP Slovenska v posledných rokoch; budeme vychádzať zo štruktúry v roku 2009.

Zo vzťahu (4) je možné odvodiť úroveň bilancie bežného účtu, ktorá pre danú skladbu portfólia aktív a pasív stabilizuje čistú investičnú pozíciu v strednodobom horizonte.

Výnosovosť jednotlivých finančných nástrojov, ktoré tvoria aktíva a pasíva MIP nie je možné stanoviť priamo, preto prijmemo nasledujúce zjednodušujúce predpoklady:

- O výnosovosti PZI a portfóliových majetkových investícií rezidentov SR v zahraničí predpokladáme, že dosahujú výnosy 100 bázičných bodov nad úrovňou rastu svetového HDP.
- Výnosovosť dlhových investícií rezidentov SR v zahraničí predpokladáme na úrovni prognózovaných úrokových mier na dlhodobé dlhopisy v eurozóne, vzhľadom na výraznú orientáciu domácich investorov na európsky región.
- V prípade priamych zahraničných investícií a portfóliových majetkových investícií v do-

Tabuľka 6 Medzinárodná investičná pozícia SR (% HDP)

	Čistá pozícia (aktíva mínus pasíva)	Aktíva		Pasíva	
		Dlhové aktíva	Majetkové aktíva	Dlhové pasíva	Majetkové pasíva
2008	-53,5	36,2	2,7	51,7	40,8
2009	-66,1	45,0	3,7	66,4	48,4
2010 1.Q	-64,8	47,4	4,1	66,5	47,4

Zdroj: NBS.

³⁹ Vplyv bilancie výnosov na čistú pozíciu SR bol diskutovaný v Prílohe 2 Správy o finančnej stabilite za rok 2008.

Tabuľka 7 Bilancia bežného účtu stabilizujúca čistú pozíciu (% HDP)

	Základný scenár	Nízky rast	Nárast spreadov	Nízky rast + nárast spreadu
bgst _t ¹⁾	0,66	0,84	1,29	1,47

Zdroj: NBS.

1) Obchodná bilancia, bilancia služieb, bežných transferov a bilancia kompenzácií zamestnancov.

mácej ekonomike predpokladáme, že prinášajú výnosy na úrovni rastu slovenskej ekonomiky plus spread 100 bázických bodov.

- Dlhové investičné nástroje v domácej ekonomike majú výnosovosť odvodenú od výnosov desaťročných vládnych dlhopisov v eurozóne plus spread na úrovni 100 bázických bodov.

O parametroch predpokladáme:

- Očakávaný reálny rast svetovej ekonomiky na úrovni 4,6 %.
- Rast domácej ekonomiky na úrovni 5,7 %.
- Priemerné výnosy desaťročných vládnych dlhopisov v eurozóne na úrovni 3,6 %.

Popri základnom scenári budeme uvažovať s tromi alternatívnymi scenármi: poklesom rastu domácej ekonomiky o 1 percentuálny bod, rastom rizikovej prirážky na dlžobné pasíva o 100 bázických bodov a kombináciou oboch šokov.

Výsledky v tabuľke 7 naznačujú, že benchmarková úroveň bilancie bežného účtu $bgst_t$ sa výrazne neodlišovala od skutočnej úrovne dosiahnutej v roku 2009 (0,58 % HDP).

Výsledky sú, samozrejme, výrazne citlivé na prijaté predpoklady, ktoré sú zároveň výrazne zjednodušujúce (možno rozlišovať napr. krátkodobé a dlhodobé dlhové nástroje).

Dynamiku benchmarkovej úrovne bežného účtu ovplyvňuje diferenciál vo výnosoch aktív a pasív. Výnosovosť aktív slovenských rezidentov (na základe prijatých predpokladov) v zahraničí bola relatívne nižšia, čo prispievalo k vytváraniu deficitu bilancie výnosov. Vzniknutý diferenciál si vyžaduje dosahovať prebytok v ostatných položkách bilancie bežného účtu, aby sa dosiahla stabilizácia čistej pozície.

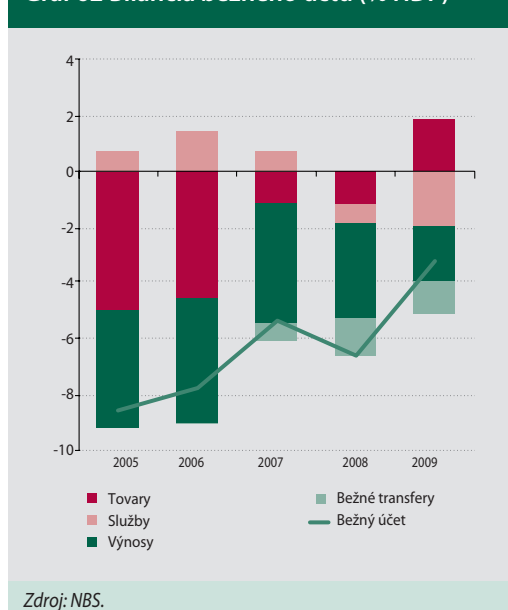
Podľa zvolených predpokladov je v prípade majetkových investičných nástrojov ich výnosovosť podmienená rozdielom v raste domácej ekonomiky voči zahraničiu. Slovensko ako rýchlo rastú-

ca ekonomika generovalo v minulosti pomerne vysoké výnosy na majetkové pasíva (odvodené od rastu domácej ekonomiky, resp. rýchleho rastu produktivity). Pri poklese rastu domácej ekonomiky klesá výnosovosť majetkových pasív.

Nárast rizikovej prirážky sa prejavuje rastom výnosov dlžobných pasív. Tie prispievajú k výraznejšiemu rastu deficitu bilancie výnosov. Prispôbenie prostredníctvom ostatných komponentov bežného účtu potom musí byť výraznejšie.

Prehľadovanie finančnej integrácie rastom rozsahu hrubej investičnej pozície znamená, že význam pôsobenia kanálu oceňovania sa zvyšuje.

Okrem kanálu oceňovania pôsobí na bežný účet samozrejme vývoj v reálnej ekonomike. Ten však zvolený prístup nezachytáva. V uplynulých dvoch rokoch sme boli svedkami poklesu deficitu na bežnom účte vplyvom výrazného zlepšenia obchodnej bilancie, keď slovenská ekonomika na pokles svetového obchodu re-

Graf 62 Bilancia bežného účtu (% HDP)


Zdroj: NBS.



agovala poklesom dovozu, ktorý presiahol pokles vývozu, čo ovplyvnilo nárast prebytku obchodnej bilancie.

ZÁVER

Finančná integrácia Slovenska sa vstupom do eurozóny prehĺbila. Predstavuje faktor, ktorý napomáha znižovať a diverzifikovať riziká investovania, a tým pomáha ekonomickému rastu i udržiavaniu finančnej stability. Vzhľadom na neistoty na medzinárodných finančných trhoch znamenalo zavedenie eura získanie výhody silnejšej a stabilnejšej meny.

Finančná kríza však dokazuje, že finančná globalizácia zrýchľuje a za určitých podmienok aj zintenzívňuje prenos externých šokov do domácej ekonomiky, čím znižuje prínosy v podobe rastu a vyrovnávania spotreby, ktoré prílev finančných zdrojov zo zahraničia pomáhal vytvárať. Kríza dôvery v suverénne štáty, ktorá poznačila vývoj v prvom polroku 2010 zároveň odhalila, že aj v menovej únii má vonkajšia nerovnováha reprezentovaná deficitom bežného účtu a akumulá-

ciou záväzkov voči zahraničným investorom svoj ekonomický význam.

Na Slovensku pokles rastu ekonomiky znamenal prínos v podobe poklesu vonkajšej nerovnováhy. Relatívna úroveň zahraničných pasív v pomere k veľkosti ekonomiky nie je vo výške, ktorá by bola pre finančnú stabilitu riziková. Predpokladom udržateľnosti súčasnej pozície je však zachovanie prebytku obchodnej bilancie aj v strednodobom horizonte. Benchmark bežného účtu môže predstavovať dodatočný nástroj medzi indikátormi finančnej stability pre zhodnotenie vonkajšej nerovnováhy ekonomiky a prípadnej potreby nápravy.

Literatúra

- Ca Zorzi M., Chudik A., Dieppe A. Current Account Benchmarks for Central and Eastern Europe A Desperate Search?, ECB, 2009.
- Gourinchas P. O., Rey H. International Financial Adjustment, CEPR, 2005.
- Lane P., Milesi-Ferreti G. M. Capital Flows to Central and Eastern Europe, IMF, 2006.
- MMF Globalization and External Imbalances, World Economic Outlook, Chapter III, 2005.



3 DEFICIT A DLH V ROZPOČTOVEJ POLITIKE EÚ 27

Prebiehajúce diskusie o sprísnení rozpočtovej politiky krajín eurozóny sú podnetom pre analýzy rozpočtovej politiky eurozóny a EÚ. V tejto prílohe budeme analyzovať rozpočtovú politiku EÚ 27 z hľadiska toho, či a ako vlády EÚ 27 prihliadajú pri realizácii rozpočtu (príjmov a výdavkov) na výsledky plnenia maastrichtských kritérií pre deficit a dlh. Analýzu oprieme o zistenie, či zmeny rozpočtových výdavkov a príjmov sú ovplyvnené minuloročným deficitom a zadlžením.

3.1 VÝCHODISKÁ ANALÝZA

Východisková hypotéza

Pri rozhodovaní o výške výdavkov vláda vychádza predovšetkým z predpokladaného vývoja ekonomiky. V období ekonomického boomu rastú príjmy rozpočtu často rýchlejšie ako ekonomika. Naopak, v období cyklického poklesu sa tvorba príjmov spomaľuje a tlačí na rozpočtové úspory. Vyšší výber daňových a nedaňových príjmov v období konjunktúry vytvára priestor pre rast výdavkov, ktorý vláda môže využiť bez zvýšenia deficitu a zadlženia. Naopak, spomalená tvorba, alebo pokles rozpočtových príjmov v recesii núti vládu reagovať opatreniami na strane výdavkov s cieľom nezvyšovať deficit a zadlženie. Vysoké (nepriemerané) zadlženie z minulých období vytvára tlak na konsolidáciu rozpočtu. Ten vyplýva jednak z nákladov a rizík dlhovej služby, ale tiež z nutnosti rešpektovať a plniť hranicu pre zadlženie danú maastrichtskými kritériami. Naopak, nízka miera zadlženia poskytuje pre rozpočtovú politiku určitý komfort – priestor na rast dlhu a zadlženia. Vysoký deficit v minulom období je podnetom pre korekciu rozpočtovej politiky. Naopak, nízky deficit umožňuje predpokladať, že nastavenie rozpočtovej politiky je správne a vyššie výdavky, alebo nižšie príjmy nemusia nutne znamenať problém z hľadiska plnenia maastrichtských kritérií pre deficit a zadlženie.

Model a očakávané hodnoty parametrov

Uvedenú hypotézu budeme najprv testovať pomocou modelu pre príjmy a výdavky rozpočtu v nasledovnej špecifikácii

pre výdavky rozpočtu:

$$\Delta(E) = \alpha_E * \text{Gap} + \beta_E * \Delta(X) + \gamma_E * (D(-1) - DO_E) + \delta_E * (B - (-3)) \quad (1)$$

a pre príjmy rozpočtu:

$$\Delta(X) = \alpha_X * \text{Gap} + \beta_X * \Delta(E) + \gamma_X * (D(-1) - DO_X) + \delta_X * (B - (-3)) \quad (2)$$

V uvedených rovniciach je E podiel výdavkov rozpočtu na HDP, X predstavuje podiel príjmov rozpočtu na HDP, D je zadlženie rozpočtu – podiel hrubého verejného dlhu na HDP a B je bilancia rozpočtu (všetko v percentách HDP). α_E , α_X , β_E , β_X , γ_E , γ_X , δ_E , δ_X sú parametre. Gap je odhad produkčnej medzery – rozdiel medzi skutočným reálnym HDP a potenciálom HDP – v percentách potenciálu. DO_E a DO_X je úroveň zadlženia, po prekročení ktorej vláda brzdí výdavky a/alebo prijíma opatrenia na zvýšenie príjmov. Model predpokladá, že po tom, čo prekročí deficit 3 percentá (-3% HDP) smerom nadol, k vyšším záporným hodnotám, vláda prijíma opatrenia na zníženie deficitu. V rovniciach nie je úrovňová konštanta. Predpokladáme teda, že výdavky (príjmy) rozpočtu sa nemenia, keď je súčasne ekonomika na potenciáli, nedochádza k zmene v príjmoch (vo výdavkoch),⁴⁰ zadlženie je na hranici zlomu (kritickej hranici) a deficit je rovný -3% HDP.⁴¹ Zmeny príjmov a výdavkov sú pri zmene znamienka produkčnej medzery a smere prekročenia kritických hraníc pre deficit a dlh symetrické a spojité.⁴²

Očakávané znamienka parametrov v rovnici (1) pre zmenu (podielu) výdavkov sú nasledovné:

Pre parameter α_E očakávame záporné znamienko, v intervale (0,-1) – vláda nevyužíva celý priestor pre rast výdavkov, ktorý vytvára rast ekonomiky v období cyklického vzostupu ekonomiky a naopak, v prípade ekonomického poklesu vláda nie je schopná znížiť podiel výdavkov na HDP úmerne hĺbke cyklického poklesu. Parameter β_E očakávame kladný – vyššie príjmy vytvárajú priestor pre vyššie výdavky a naopak. Očakávame, že parameter γ_E vyjadruje predovšetkým reakciu rozpočtovej politiky. Mal by byť preto záporný – po prekročení „kritickej“ hranice zadlženia by vláda

40 Nemení sa druhá strana rozpočtu.

41 K inej možnosti identifikácie sa vyjadrujeme stručne v závere.

42 V závere diskutujeme aj možnosť modelovania nelineárnej (asymetrickej a nespojitej) reakcie.

mala výdavky brzdiť. Na výdavky majú vplyv aj úrokové náklady dlhu. Ich vplyv je opačný: vyšší dlh znamená vyššie úrokové náklady dlhu, čo má vplyv na hodnotu parametra γ_E – znižuje jeho absolútnu hodnotu.⁴³ Parameter δ_x by mal byť kladný: ak je deficit nižší (lepší) ako -3 %, za inak rovnakých podmienok, je možné zvýšiť výdavky.

Parameter α_x by mal mať kladné znamienko v intervale (0,1) – rast ekonomiky v období cyklického vzostupu ekonomiky vytvára priestor pre rast rozpočtových príjmov a naopak, v prípade ekonomického poklesu podiel príjmov na HDP, hoci len čiastočne, klesá. Parameter β_x očakávame kladný – vyššie výdavky podnecujú ekonomickú aktivitu a tvorbu daňových príjmov a naopak. V niektorých prípadoch (očakávané) vyššie výdavky (ich podiel na HDP) môžu podnecovať prijatie opatrení na (dodatkové) zvýšenie príjmov. Parameter γ_x by mal byť kladný, po prekročení „kritickej“ hranice zadlženia by vláda mala prijať opatrenia na zvýšenie príjmov. V rozpočtovej politike vlád v EÚ v ostatnom desaťročí prevládali snahy o znižovanie daňového zaťaženia, ktoré v niektorých prípadoch mali dokonca príznaky daňovej konkurencie. Zvyšovanie daní okrem toho predstavuje pre politiku vlády problém a splácanie dlhov zvýšením príjmov by preto malo byť menej významné. Hodnota parametra γ_x by mala byť preto skôr nízka, blízka nule. Parameter δ_x by mal byť záporný: ak je deficit nižší (lepší) ako -3 %, za inak rovnakých podmienok, je možné znížiť príjmy. Naopak, parameter δ_E by mal byť kladný – keď zadlženie prekročí určitú hranicu vláda by mala reagovať zvýšením výdavkov.

Použitá údaje a ich úprava pred odhadom modelu

Zdrojom údajov pre odhad modelu je databáza Eurostatu. Z nej sme čerpali podiely príjmov a výdavkov v percentách HDP, zadlženia (hrubý dlh v percentách HDP) a deficitu (čisté výpožičky v percentách HDP) verejných rozpočtov, všetko v metodike ESA 95. Z tejto databázy sú aj údaje o (reálnom) HDP – ide o bázičké indexy (so základom v roku 2000). Analyzovali sme ročné časové rady za obdobie 1995 – 2009 pre 27 krajín Európskej únie.⁴⁴

Odhad produkčnej medzery sme urobili pomocou HP filtra. Sme si vedomí, že v konkrétnych prípadoch, najmä nových členských krajín EÚ, takýto odhad potenciálu a cyklickej medzery

nemusi byť dostatočne presný, najmä kvôli posunom potenciálu v prípade väčšej (zahranicnej) investície, ale predpokladáme, že pre celkové závery za EÚ 27 nebude mať tento nedostatok významný dosah. Tento nedostatok čiastočne zmiernuje aj ročná frekvencia údajov a dlhé obdobie analýzy.

Odhadový tvar a použitá metóda odhadu

Analýzu sme založili na panelovom odhade uvedených rovníc. Rozdiely v hodnote zadlženia, pri ktorom vlády jednotlivých krajín brzdia výdavky alebo zvyšujú príjmy, sme odhadli zaradením fixných efektov krajiny do panelových odhadov pre príjmy a výdavky rozpočtu. Vzhľadom na možnú vzájomnú závislosť premenných modelu sme odhad urobili dvojstupňovou metódou najmenších štvorcov, pričom ako nástrojové premenné⁴⁵ sme použili časovo oneskorené hodnoty premenných modelu. Odhad rovnice výdavkov rozpočtu pre danú krajinu (i) tak mal tvar:

$$\Delta(E_i) = CO_E + \alpha_E * Gap_i + \beta_E * \Delta(X_i) + \gamma_E * D_i(-1) + \delta_E * B_i(-1) + FE_{i,E} \quad (1a)$$

a pre príjmy rozpočtu:

$$\Delta(X_i) = CO_X + \alpha_X * Gap_i + \beta_X * \Delta(E_i) + \gamma_X * D_i(-1) + \delta_X * B_i(-1) + FE_{i,X} \quad (2a)$$

Zo základnej špecifikácie modelu (1), (2) vyplýva, že fixné efekty majú vzťah ku „kritickej“ úrovni zadlženia – úrovni, pri ktorej prekročení vláda brzdi výdavky a/alebo zvyšuje príjmy. Ak by $D0_E$ bolo rovné $D0_X$, vláda by reagovala zmenou príjmov aj zmenou výdavkov pri rovnakej úrovni zadlženia. V praxi to tak byť nemusí. Vláda môže pri rozhodovaní o opatreniach na strane príjmov a na strane výdavkov reagovať na zadlženie rozdielne. Vyjadruje to rozdiely v odpore verejnosti voči opatreniam na strane príjmov oproti opatreniam na strane výdavkov.⁴⁶ Konkrétne, vzťahy medzi kritickými hodnotami zadlženia a fixnými efektmi pre danú krajinu sú nasledovné:⁴⁷

$$D0_{i,E} = - (CO_E + FE_{i,E} - \delta_E * 3) / \gamma_E \quad (3)$$

$$D0_{i,X} = - (CO_X + FE_{i,X} - \delta_X * 3) / \gamma_X \quad (4)$$

Ak by obrat vo výdavkoch nastal už pri menšom deficite ako (-3 %), napríklad už pri vyrovnanom

43 V modeli neuvažujeme možný vplyv nelineárnych efektov zadlženia na úrokové sadzby a náklady dlhu. Vyjadrieme sa k nim v závere.

44 Údaje boli dostupné pre väčšinu z 27 krajín. V niektorých prípadoch chýbali údaje na začiatku analyzovaného obdobia.

45 Nástrojové premenné (nástroje) = instrumentálne premenné.

46 Podobný problém vzniká aj pri reakcii na vysoký deficit. V závere preto diskutujeme aj iné možnosti identifikácie parametrov modelu.

47 Súčet úrovňovej konštanty modelu a fixného efektu vydelíme parametrom pri zadlžení so záporným znamienkom.



rozpočte (0 %), znamenalo by to sprísnenie rozpočtovej politiky. Zo vzťahov (3) a (4) vyplýva, že toto sprísnenie by umožnilo, aby hranica od ktorej reaguje vláda na zadlženie znížením výdavkov bola stanovená menej prísne – aby bola vyššia. Podobne, pri sprísnení reakcie príjmov na deficit, môže vláda reagovať na zadlženie vyššími príjmami až po prekročení vyššieho kritického zadlženia. Reakcie rozpočtu na deficit a reakcie na zadlženie sa navzájom dopĺňajú.

3.2 VÝSLEDKY ODHADU A ICH INTERPRETÁCIA

Panelový odhad na údajoch pre krajiny EÚ 27 potvrdil východiskovú hypotézu. Odhady parametrov majú predpokladané znamienka a sú štatisticky vysoko významné na hladine významnosti 0,01 %, s výnimkou odhadu úrovňovej konštanty a parametra pre dlh v rovnici pre zmenu príjmu. To tiež potvrdzuje naše očakávanie – zmena príjmu ako reakcia na zadlženie je menej (aj štatisticky) významná.

Tabuľka 8 Výsledky odhadu

	D(E)	D(X)
C0	4,806446	-1,095270
α	-0,275790	0,102662
β	0,629512	0,217443
χ	-0,078760	0,012983
δ	0,461512	-0,196050

Zdroj: NBS.

Predovšetkým však treba pripomenúť a zdôrazniť, že pod zmenou príjmov a výdavkov rozumieme zmenu podielu príjmov a výdavkov na HDP.

V závere príspevku⁴⁸ uvádzame stručné grafické hodnotenie použitého modelu z hľadiska zobrazenia vývoja príjmov a výdavkov vo vybraných krajinách EÚ 27 (Nemecko, Írsko, Fínsko a Slovensko). Zistené rozdiely (rezíduá modelu) stručne interpretujeme.

Reakcia príjmov a výdavkov na ekonomický cyklus

Z výsledkov odhadu vyplýva, že existuje priama reakcia na ekonomický cyklus (produkčnú

medzeru) na strane výdavkov aj príjmov. Posúdenie tejto reakcie si však vyžaduje zohľadniť skutočnosť, že v modeli uvažujeme explicitne vzájomný vplyv rozpočtových príjmov a výdavkov. Okrem toho, reakcie vlád na strane príjmov a výdavkov nemusia vždy vyplývať len z vývoja ekonomiky (ekonomického cyklu). Ako sme uviedli, aby sme zohľadnili vzájomnú závislosť príjmov a výdavkov a produkčnej medzery, odhadli sme model dvojstupňovou metódou najmenších štvorcov.

Vzájomné reakcie príjmov a výdavkov

Z rovnice pre úroveň výdavkov vyplýva, že výdavky (ide o podiel na HDP) nereagujú na cyklický rast produktu úmerne – parameter α_e je záporný, jeho hodnota je (-0,28). Naopak, úroveň príjmov (podiel príjmov na HDP) v období cyklického vzostupu rastie, parameter α_x je kladný, rovný 0,10. Ak zlúčime uvedené efekty z cyklického pohybu ekonomiky, vyplynie nám, že ak odhliadneme od autonómnej zmeny úrovne príjmov a výdavkov, cyklický vzostup ekonomiky hospodárenie rozpočtu zlepšuje. Interpretácia tohto zistenia je, že samotný priaznivý vývoj ekonomiky vytvára predpoklady pre zníženie úrovne výdavkov a zvýšenie úrovne príjmov. Pri zvýšení produkčnej medzery o 1 %, za inak rovnakých podmienok, sa deficit zlepši o 0,38 % HDP.

V súlade s očakávaním výsledky odhadu potvrdzujú, že vyššia úroveň výdavkov zvyšuje ešte v danom roku príjmy rozpočtov a vyššia úroveň príjmov sa prejavuje vo vyšších výdavkoch. Reakcia príjmov na výdavky (parameter 0,22) je zrejme predovšetkým výsledkom transmisie „výdavky – dane – príjmy“. Reakcia výdavkov na príjmy (parameter 0,63) je pri zvýšení úrovne príjmov prejavom napätia v rozpočtoch a prejavom uvoľnenia tohto napätia v prípade, že sa úroveň príjmov zvýši. Pri znížení úrovne príjmov je jeho dôsledkom úspora výdavkov, avšak vo výsledku spôsobí zníženie príjmov zhoršenie hospodárenia rozpočtu (prehlbenie deficitu). Pomerne vysoká hodnota tohto parametra svedčí o tom, že na vládnu výdavkovú politiku majú príjmové šoky značný vplyv.⁴⁹ Tento poznatok zodpovedá záverom analýz z uplatňovania Paktu stability a rastu: v „dobrych časoch“, keď príjmy rozpočtov rastú, vlády nepamätajú na „horšie časy“ a stabilizačné pôsobenie rozpočtov na dopyt je nedostatočné.

48 Časť 3.4 Dodatky.

49 Tzv. smoothing výdavkov je slabý.



Reakcia príjmov a výdavkov na minuloročný deficit

Parametre δ_E a δ_X vyjadrujú reakciu rozpočtových výdavkov a príjmov na situáciu, keď v minulom období (minulý rok) bol deficit nižší ako 3 %. V súlade s očakávaním má úroveň výdavkov pri plnení kritéria pre deficit tendenciu rásť. Parameter δ_E je kladný a pomerne vysoký (hodnota 0,46). Znamená to, že takmer polovica dobrého výsledku v plnení deficitu sa reakciou vlád na strane výdavkov – ich zvýšením – stráca. Dobrá správa je, že pri neplnení maastrichtského kritéria pre deficit, v nasledujúcom roku vlády EÚ 27 reagujú znížením úrovne výdavkov, hoci len o polovicu neplnenia. Naopak, úroveň príjmov, ako reakcia na neplnenie kritéria pre deficit v minulom roku, sa v nasledujúcom roku zvyšuje. Reakcia je však, v súlade so všeobecným očakávaním, slabšia – v porovnaní s reakciou výdavkov je menej ako polovičná (príslušný parameter má hodnotu -0,19).

Reakcia príjmov a výdavkov na zadĺženie

Vlády reagujú na zadĺženie predovšetkým zmenou úrovne výdavkov. Potvrdzujú to hodnoty parametrov γ_E a γ_X , ktoré vyjadrujú reakciu výdavkov a príjmov rozpočtov na prekročenie kritickej hodnoty zadĺženia. Reakcia výdavkov je, v súlade s očakávaním, záporná – vysoké zadĺženie má za následok zníženie úrovne výdavkov. Prekročenie kritickej úrovne zadĺženia o 10 % vytvára tlak na zníženie úrovne výdavkov o 0,7 %. Reakcia na strane príjmov je opačná, v súlade s našim očakávaním spôsobí prekročenie kritickej hranice zadĺženia zvýšenie úrovne príjmov. Toto zvýšenie je však malé, reakcia na strane príjmov je podstatne – približne 6-násobne – slabšia. Zodpovedá to všeobecnému názoru, podľa ktorého by sa konsolidácia dlhu mala dosahovať predovšetkým úsporami na strane výdavkov a nie zvyšovaním príjmov. Okrem toho, reakcie na strane príjmov sú zrejme rozdielne v rôznych krajinách a v rôznych obdobiach a sú všeobecne menej významné. Celkovo však reakcia príjmov aj výdavkov na prekročenie kritickej hranice zadĺženia smeruje k zníženiu zadĺženia.

Hranice pre obrat v reakcii príjmov a výdavkov EÚ 27 na zadĺženie

Parameter CO_E (úrovňová konštanta) v panelovom odhade určuje kritickú hodnotu zadĺženia

pre rozhodnutie vlády o úrovni výdavkov v EÚ 27.⁵⁰ Z (3) vyplýva, že jej hodnota je

$$DO_{EU27,E} = 43,4\%$$

Z hodnoty parametra CO_X v rovnici pre príjmy EÚ 27 vyplýva pre kriticke zadĺženie hodnota

$$DO_{EU27,X} = 39,1\%,$$

teda hodnota veľmi blízka $DO_{EU27,E}$ (hoci, ako sme uviedli, uvedené odhady hranice sa nemusia rovnat).⁵¹

Pokiaľ je zadĺženie v EÚ 27 (ako celku) pod úrovňou 43,4 %, úroveň výdavkov ako reakcia na zadĺženie nie je brzdená. Úroveň výdavkov sa kvôli zadĺženiu znižuje až po tom, keď zadĺženie prekročí hranicu 43,4 %. Z maastrichtského kritéria pre zadĺženie vyplýva, že už pri hodnotách zadĺženia nižších ako 60 % by mali vlády reagovať, najmä brzdením výdavkov. Zdá sa, že sa tak rozpočty EÚ 27 ako celku správajú. Nielen v krajinách, ktoré sú veľmi zadĺžené, kde sprísnenie výdavkov môže mať opodstatnenie, ale aj v menej zadĺžených krajinách s úrovňou zadĺženia pod 60 % zrejme rozpočtová politika EÚ 27 prispieva ku konsolidácii zadĺženia v EÚ 27.

Špecifická, z hľadiska konsolidácie zadĺženia, je reakcia na strane príjmov. Nízka hodnota kritickej hranice pre reakciu príjmov EÚ 27 ako celku, 39,1 % HDP, svedčí o tom, že už pri pomerne nízkej úrovni zadĺženia sa v EÚ 27 ako celku prijímajú opatrenia na zvýšenie úrovne príjmov. Táto konsolidačná reakcia bola však – ako vyplýva z hodnoty parametra γ_X – slabá a aj štatisticky málo významná.

Z vývoja úrovne príjmov vo viacerých krajinách sa však môže zdať, že v sledovanom období bola reakcia príjmov na zadĺženie skôr opačná – úroveň príjmov (ich podiel na HDP) sa skôr znižovala, okrem iného preto, lebo sa predpokladalo, že optimálny spôsob, ako uskutočniť konsolidáciu zadĺženia, je podpora ekonomického rastu znížením daňového a odvodového zaťaženia, a teda aj znížením úrovne príjmov rozpočtu. V ostatných rokoch sa tento predpoklad v hospodárskej politike uplatňoval často. Znižovanie daní malo často znaky daňovej konkurencie.

Skutočnosť, že úroveň príjmov bola zadĺžovaním v EÚ 27 podnecovaná a súčasne vo viacerých

50 Fixný efekt pre EÚ 27 je rovný nule.

51 Ako sme uviedli, odhad kritickej hodnoty zadĺženia z rovnice pre príjmy je menej spoľahlivý. Okrem toho, vplyv zadĺženia na príjmy je malý.



krajinách sa znižovala, je však len zdanlivý rozpor. Možno ho interpretovať tak, že znižovanie úrovne príjmov bolo motivované snahou o zrýchlenie ekonomického rastu. Účinok prípadného vysokého zadlženia – tlak na zvýšenie úrovne príjmov – vlády pritom nebrali do úvahy. Očakávali, že rýchly rast umožní konsolidáciu zadlženia.

Keďže reakcia výdavkov na zadlženie je približne 6-krát silnejšia ako reakcia príjmov (ktorá nebola dokonca štatisticky presvedčivo preukázaná) a keďže hranice, pri ktorých sa smer reakcií príjmov a výdavkov mení, sú približne rovnaké, dá sa povedať, že v EÚ 27 ako celku hralo zadlženie už pri pomerne nízkej úrovni úlohu faktora, ktorý

tlakom na zníženie úrovne výdavkov prispieval ku konsolidácii.

Kritické hodnoty zadlženia pre jednotlivé krajiny EÚ 27

Uvedená charakteristika úlohy zadlženia v rozpočtovej politike EÚ 27 ako celku však nemusí platiť pre jednotlivé krajiny. Individuálne rozdiely v reakciách rozpočtovej politiky sú pritom pomerne značné.

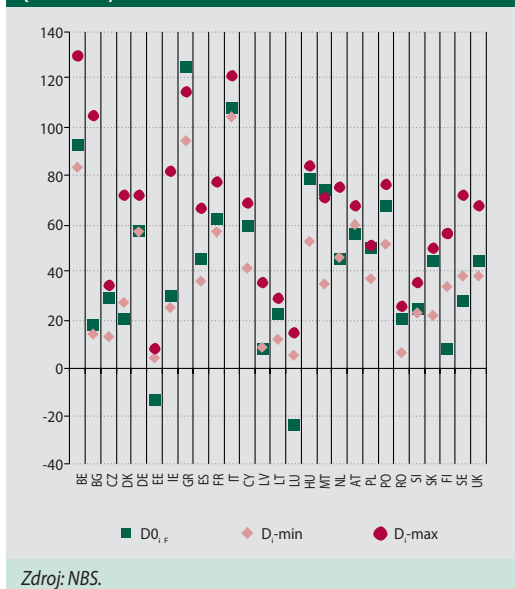
Výsledky odhadu kritických hraníc pre zadlženie pre 27 krajín EÚ, určíme pomocou vzťahov (3) a (4), teda so zohľadnením fixných efektov. Uvádzame ich v tabuľke 9.⁵²

Tabuľka 9 Kritické hodnoty zadlženia pre zmeny príjmov a výdavkov a priemerné, maximálne, minimálne a aktuálne (2009) zadlženie (% HDP)

	$D_{0,i,E}$	$D_{0,i,X}$	$D_i\text{-avg}$	$D_i\text{-min}$	$D_i\text{-max}$	$D_i,2009$
BE	93	77	105	84	130	97
BG	19	23	49	14	105	15
CZ	29	31	24	13	35	35
DK	21	-17	50	27	73	42
DE	58	57	63	56	73	73
EE	-13	-67	6	4	9	7
IE	31	25	45	25	82	64
GR	126	185	100	94	115	115
ES	46	49	53	36	67	53
FR	63	74	62	56	78	78
IT	109	104	111	104	122	116
CY	60	16	56	41	70	56
LV	9	6	15	9	36	36
LT	23	16	19	12	29	29
LU	-24	-71	8	6	15	15
HU	79	109	64	52	85	78
MT	75	49	59	35	72	69
NL	46	25	58	46	76	61
AT	56	62	65	60	68	67
PL	50	105	44	37	51	51
PO	68	67	59	51	77	77
RO	21	37	18	7	26	24
SI	25	10	27	23	36	36
SK	45	114	37	22	50	36
FI	9	-28	45	34	57	44
SE	28	14	55	38	73	42
UK	45	25	46	38	68	68

Zdroj: NBS.

⁵² Od kritických hodnôt zadlženia pre EÚ 27 sa budú kritické hodnoty pre jednotlivé krajiny odlišovať podľa veľkosti a smeru fixných efektov v panelových odhadoch (1a) a (2a).

Graf 63 Kritická hranica zadlženia pre zmenu výdavkov, porovnanie s minimom a maximom zadlženia, krajiny EÚ 27 (% HDP)

Graf 64 Kritická hranica zadlženia pre zmenu príjmov, porovnanie s minimom a maximom zadlženia, krajiny EÚ 27 (% HDP)


Vo väčšine krajín (16) je kritická hranica pre reakciu výdavkov na zadlženie medzi minimom a maximom zadlženia v danom období. Znamená to, že v priebehu sledovaného obdobia reagovali rozpočty na vysoké zadlženie na začiatku obdobia, alebo na rast zadlženia ku koncu obdobia. Aj medzi nimi sú však rozdiely. Napríklad v Bulharsku prispela nízka úroveň kritickej hranice k zníženiu zadlženia a naopak, vysoká kritická hranica nevytvárala takmer žiadny tlak na zníženie zadlženia redukciou výdavkov v Taliansku. Aj v Maďarsku, zdá sa, vysoká kritická hranica spôsobila, že výdavky sa v reakcii na rastúce zadlženie brzdili až v ostatných rokoch. Hranica 45 % HDP prispela k brzdeniu výdavkov na Slovensku len krátko (v období pred menovou krízou). V ôsmich krajinách (Dánsko, Estónsko, Lotyšsko, Luxembursko, Holandsko, Rakúsko, Fínsko, Švédsko) je táto kritická hranica dokonca pod minimom zadlženia – znamená to, že po celé sledované obdobie vytváralo zadlženie tlak na znižovanie výdavkov. Len dve krajiny majú túto kritickú hranicu vyššiu ako maximálne zadlženie – Grécko a Malta.

Ak porovnáme kritické hodnoty zadlženia pre zmenu úrovne príjmov, zistíme, že v polovici (13) krajín EÚ 27 konsolidačná reakcia na strane príjmov – zvýšenie podielu príjmov rozpočtu na

HDP – bola prítomná v celom sledovanom období, lebo príslušná kritická hranica pre zadlženie bola v týchto krajinách nižšia ako minimálne zadlženie. V týchto krajinách teda bolo zadlženie podnetom na zvýšenie úrovne príjmov, hoci, ako sme zdôraznili, reakcia na strane príjmov bola slabá. Medzi týmito krajinami sú však rozdiely – podľa výšky kritickej hranice. V Dánsku, Estónsku, v Luxembursku, v Lotyšsku, v Slovinsku, vo Fínsku a vo Švédsku nízka kritická hranica prispela k udržaniu nízkej miery zadlženia v sledovanom období. Naopak, v Taliansku alebo Rakúsku, kde kritická hodnota a zadlženie boli vyššie, neprispeli príjmy ku konsolidácii takmer vôbec.

V ďalšej skupine krajín sa v priebehu sledovaného obdobia úloha príjmov pri konsolidácii zmenila – kritická hranica pre zvýšenie úrovne príjmov je medzi minimom a maximom zadlženia. Príspevok príjmov v nich bol však prevažne nevýznamný.

V tretej skupine, do ktorej patrí aj Slovensko, reakcia príjmov po celé obdobie pôsobila proti konsolidácii. Kritická hranica pre reakciu príjmov na zadlženie bola vyššia ako maximálne zadlženie. Slovensko nemalo ešte v roku 2009 s úrovňou zadlženia problém. Na druhej strane Grécko



a Maďarsko, ktorých zadlženie v ostatných rokoch rýchlo rástlo, sa aj v dôsledku nedostatočnej reakcie príjmov ocitli v problémoch. Do tejto skupiny krajín patrí aj Poľsko.

Celková reakcia na zadlženie a súčasná úroveň zadlženia

Zoznam krajín, v ktorých zadlženie hralo po celý čas úlohu ako podnet ku konsolidácii je veľavravný – sú to takmer všetko krajiny, ktoré majú za sebou dobrý vývoj verejných financií a relatívne nízku mieru zadlženia v súčasnosti.⁵³ Niektoré krajiny, ako Grécko, na zadlženie nereagovali na strane výdavkov ani príjmov – naopak namiesto konsolidácie po celý čas reagovali uvoľnením rozpočtovej politiky, hoci ich zadlženie bolo vysoké a rástlo. Grécko, ako vyplýva z výsledkov odhadu konsolidačné opatrenia jednoducho „odkladalo“ –kritické hranice zadlženia pre znižovanie výdavkov alebo zvyšovanie príjmov má nastavené veľmi vysoko. Maďarsko má tiež kritické hranice nastavené pomerne vysoko. Na vysoké zadlženie reagovalo na strane výdavkov až v ostatných rokoch a na strane príjmov vôbec nie. Celkovo sa zdá, že nízko nastavená implicitná hranica zadlženia pre reakciu na strane výdavkov rozpočtu bola kľúčom nielen k zníženiu miery zadlženia, ale aj k udržiavaniu nízkej miery zadlženia.

Čo sa týka Slovenska, z odhadov vyplýva, že prevažne nízka úroveň zadlženia bola skôr podnetom pre uvoľnenie rozpočtovej politiky, s výnimkou krátkého obdobia. Odhad kritickej úrovne zadlženia pre zmenu na strane výdavkov je už len o niečo vyšší ako možné zadlženie v nastávajúcom období. Úroveň zadlženia doposiaľ nevytvárala tlak na zníženie výdavkov. Kritická úroveň zadlženia pre reakciu Slovenska na strane príjmov je veľmi vysoká. Má to skôr interpretáciu, že zadlženie nie je (nebolo) na Slovensku podnetom pre zvýšenie úrovne príjmov.

Je otázne, či nová situácia, najmä vysoký deficit následkom krízy roku v rokoch 2008 – 2009 a v roku 2010, by nemala byť podnetom pre zmenu doterajšieho riadenia rozpočtu. Jedna možnosť spočíva v znížení hranice zadlženia, pri ktorej bude rozpočet reagovať znížením úrovne výdavkov. Problém rozpočtu Slovenska je ale v tom, že podiel výdavkov na HDP je pomerne nízky a znižovanie prerozdelenia na

strane výdavkov tak naráža na odpor. Je preto pravdepodobné, že zmena bude musieť nastať aj v reakcii na strane príjmov tým, že by sa znížila kritická hranica pre konsolidáciu dlhu cestou zvýšenia úrovne príjmov a ku konsolidácii zadlženia by teda prispela aj vyššia úroveň príjmov. Určité známky takejto zmeny je možné pozorovať v návrhu konsolidačného programu súčasnej vlády.

Ohraničenia pre zmeny príjmov a výdavkov

Výsledky analýzy umožňujú zodpovedať aj ďalšie otázky. Napríklad, je možné položiť si otázku, za akých podmienok sa rozpočtová situácia EÚ 27 a jednotlivých krajín zhorší. Deficit verejného rozpočtu sa zhorší, keď sa úroveň príjmov zvýši menej ako úroveň výdavkov, teda keď:

$$\Delta(E_i) > \Delta(X_i) \quad (5)$$

Z (3) a (4) dostaneme:

$$CO_X + \alpha_X * Gap_i + \beta_X * \Delta(E_i) + \gamma_X * D_i(-1) + \delta_X * B_i(-1) + FE_{i,X} <$$

$$CO_E + \alpha_E * Gap_i + \beta_E * \Delta(X_i) + \gamma_E * D_i(-1) + \delta_E * B_i(-1) + FE_{i,E}$$

a po úpravách :

$$(\gamma_X - \gamma_E) * D_i(-1) - (FE_{i,X} + FE_{i,E}) + (CO_X - CO_E) + (\alpha_X - \alpha_E) * Gap_i + (\delta_X - \delta_E) * B_i(-1) <$$

$$< \beta_X * \Delta(X_i) - \beta_E * \Delta(E_i)$$

Pre krajiny EÚ 27 ako celok ($FE_{i,X} = FE_{i,E} = 0$) vyplýva:

$$0,092 * D_{EU27}(-1) - 5,90 + 0,38 * Gap_{EU27} - 0,66 * B_{EU27}(-1) < 0,22 * \Delta(X) - 0,63 * \Delta(E)$$

Napríklad, pri zadlžení na úrovni 60% vyrovnanom hospodárení rozpočtu ($B(-1)=0$) na úrovni potenciálu ($Gap = 0$) by muselo platiť:

$$\Delta(E) < 0,60 + 0,35 * \Delta(X) \quad (6)$$

Nerovnosť (6) spolu s predpokladom (5) o zhoršovaní rozpočtového hospodárenia ($\Delta(E) > \Delta(X)$) určuje oblasť pre možné zmeny príjmov a výdavkov.

53 S výnimkou súčasného krízového obdobia.



3.3 ZÁVER

Výsledky odhadu modelu (1), (2) potvrdili východiskovú hypotézu, podľa ktorej rozpočty krajín EÚ 27 reagovali na deficit a zadlženie z predošlého obdobia. Analýza ukázala, že kritická hranica pre zadlženie nie je rovná 60%, ako by vyplývalo z maastrichtského kritéria pre dlh, ale sa líši pre jednotlivé krajiny EÚ 27. Krajiny s dobrými výsledkami hospodárenia verejných rozpočtov mali väčšinou kritické hranice zadlženia pre konsolidačnú reakciu výdavkov a príjmov nízku a aj preto ich rozpočty reagovali na strane výdavkov aj príjmov na zadlženie. Naopak, krajiny s vyššou alebo rastúcou mierou zadlženia mali hranice pre konsolidačné reakcie nastavené vysoko a ich rozpočtová politika bola z tohto dôvodu uvoľnená. Niektoré krajiny, medzi inými aj Slovensko, mali pritom nízku mieru zadlženia, pod úrovňou kritického kritéria. Reakcie rozpočtov na zadlženie boli prevažne založené na zmenách výdavkov. Zmeny príjmov, ako reakcia na zadlženie boli menšie.

Z výsledkov analýzy vyplývajú aj niektoré obmedzenia zvoleného prístupu. Predovšetkým sa zdá, že pri odhade rozpočtových reakcií na zadlženie bude účelné diferencovať krajiny podľa stupňa rozvoja a podľa prejavov rozpočtovej disciplíny. Rovnako sa zdá, že reakcie príjmov a výdavkov sú často asymetrické (zníženie príjmov sa realizuje ľahšie ako ich zvýšenie, zvýšenie výdavkov naráža v širokej verejnosti na menší odpor ako ich zníženie) – líšia sa podľa toho, ako ľahko sa implementujú príslušné opatrenia.

Pri identifikácii modelu sme vychádzali z predpokladu, že vláda má hranicu pre reakciu na strane príjmov nastavenú rozdielne od hranice pre reakciu na strane výdavkov. Je to podľa nášho názoru spôsobené rozdielmi v náročnosti a politických nákladoch implementácie príslušných opatrení – najmä v odpore proti zvyšovaniu daní. V tejto analýze sme identifikáciu rozdielnych hraníc pre reakciu príjmov a výdavkov na úroveň zadlženia urobili za predpokladu, že kritická hranica pre reakciu príjmov a výdavkov na úroveň deficitu je pre všetky krajiny rovnaká a rovná maastrichtskému kritériu pre deficit (-3% HDP). Vychádzali sme z predpokladu, že táto hranica je dostatočne akceptovaná a sankcionovaná – na rozdiel od hranice pre zadlženie, ktorá sa do pozornosti dostala až v súčasnom období kritického a rastú-

ceho zadlženia verejných rozpočtov niektorých krajín EÚ. Okrem toho, viaceré krajiny vstupovali do eurozóny s vysokou (viac ako 60%) úrovňou zadlženia so záväzkom „postupne“ túto úroveň zadlženia znížiť.

Iný prístup k identifikácii hraníc pre reakciu rozpočtov, ktorý sme overili, ale ktorého výsledky tu neuvádzame, spočíva v opustení predpokladu o rozdielnych hraniciach pre reakciu príjmov a výdavkov na zadlženie. Identifikácia modelu je potom možná napríklad za predpokladu, že hranica pre reakciu príjmov aj výdavkov na zadlženie je pre danú krajinu rovnaká a súčasne aj hranica pre reakciu príjmov a výdavkov na deficit je pre danú krajinu rovnaká, vo všeobecnosti však nemusí byť pre všetky krajiny rovná -3% HDP. Obidve hranice sa pre jednotlivé krajiny teda líšia. Takáto identifikácia pre EÚ 27 ako celok ukázala, že kritická hranica pre reakciu príjmov a výdavkov na (minulý) deficit je blízko maastrichtského kritéria -3% HDP.

V práci (1) autori identifikovali nelineárnu reakciu primárnej bilancie na zadlženie. Podstata nelineárnej reakcie primárnej bilancie na zadlženie podľa nich spočíva v nelineárnom raste úrokových nákladov dlhu a v samotnej nelineárnej reakcii vlády na rast zadlženia (vyjadrenej kubickým polynómom zadlženia). V predloženej analýze (nelineárne rastúce) úrokové náklady dlhu vstupujú do bilancie verejného rozpočtu. V tomto zmysle predložená analýza predstavuje zjednodušenie – charakterizuje len časť reakcie príjmov a výdavkov na zadlženie.⁵⁴

Týmto otvoreným otázkam chceme venovať pozornosť v budúcnosti.

3.4 DODATKY

3.4.1 REZIDUÁ V MODELI PRE PRÍJMY ROZPOČTU (% HDP)

Príjmy rozpočtu Nemecka sa v sledovanom období pohybovali prevažne v blízkosti úrovne, určenej modelom, s výnimkou roku 2001, ktorý predstavoval krízový rok pre eurozónu.

Úroveň príjmov Írska sa od modelu odlišovala po roku 2003 postupne stále viac. Kým v období do roku 2006 úroveň príjmov vzrástla nad úroveň

⁵⁴ Ostry, D.J. a i.: Fiscal space. IMF staff position note, SPN/10/11, IMF, September 2010.

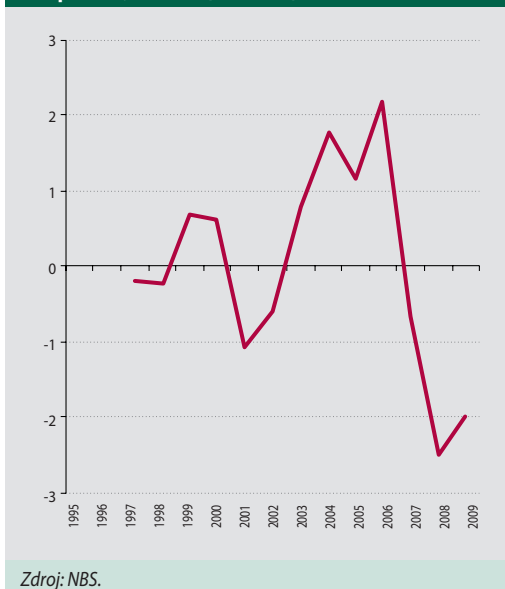


Graf 65 Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Nemecko (% HDP)



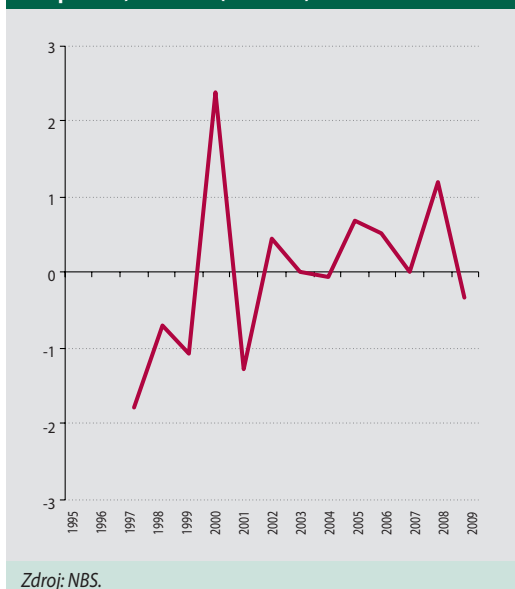
Zdroj: NBS.

Graf 66 Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Írsko (% HDP)



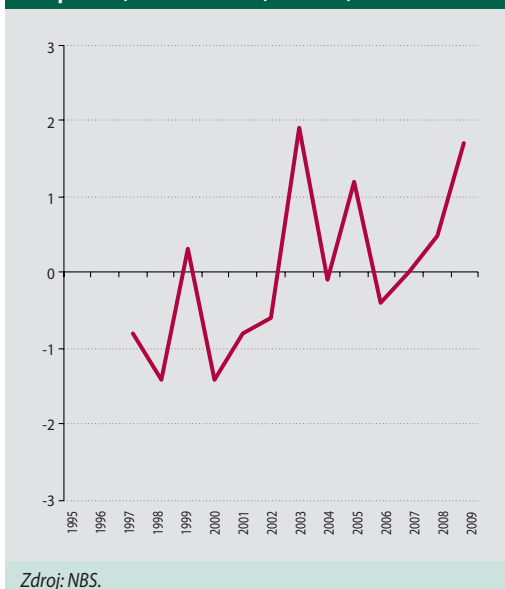
Zdroj: NBS.

Graf 67 Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Fínsko (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 68 Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Slovensko (% HDP)



Zdroj: NBS.

danú modelom, od roku 2007 spadla výrazne pod úroveň danú modelom. Pravdepodobne to súvisí s boom-bust cyklom, ktorého dôsledky dnes Írsko rieši.

Fínsko predstavuje krajinu s disciplinovanou rozpočtovou politikou v ostatných rokoch. Vývoj jeho príjmov dobre korešponduje s modelom.

Kým v prvej časti sledovaného obdobia sa úroveň príjmov Slovenska pohybovala pod modelovou úrovňou (s výnimkou stabilizačného roku 1999), v roku 2003 (rok reforiem) a ďalej sa pohybovala prevažne nad modelovou úrovňou a to napriek tomu, že rok 2009 bol na Slovensku rokom, keď sa naplno prejavila kríza. Možné vysvetlenie spočíva v tom, že v dôsledku prijatých opatrení na

strane výdavkov a reakcie niektorých daňových príjmov nezodpovedala úroveň príjmov hlbokému poklesu ekonomiky.

3.4.2 REZÍDUÁ V MODELI PRE VÝDAVKY ROZPOČTU (% HDP)

Výkyv vo výdavkoch rozpočtu Nemecka nad úroveň danú modelom je zrejme prejavom pomalejšej reakcie a prijatých stabilizačných opatrení.

Extrémny výkyv nad úroveň danú modelom po roku 2007 v Írsku je pravdepodobne prejavom pomalého prispôsobenia výdavkov a prijatých stabilizačných opatrení.

Prudké zvýšenie úrovne výdavkov Fínska nad úroveň danú modelom je zrejme prejavom pomalejšej reakcie a prijatých stabilizačných opatrení.

Graf 69 Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Nemecko (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 70 Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Írsko (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 71 Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Fínsko (% HDP)



Zdroj: NBS.

Graf 72 Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Slovensko (% HDP)



Zdroj: NBS.



Výkyvy v úrovni výdavkov Slovenska na začiatku tisícročia súvisia najmä s reštrukturalizáciou bánk a prijatými stabilizačnými opatreniami. Výkyv v roku 2009 je dôsledok pomalého prispô-

sobenia výdavkov a prijatých krízových opatrení. V období po roku 2002 sa prejavuje konsolidácia reštrikciou výdavkov pod modelovú úroveň, ktorú umožňoval priaznivý ekonomický vývoj.



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
BÚ	bežný účet
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CDS	Credit Default Swap – úverový derivátový kontrakt medzi dvoma protistranami
D	deň
DDS	doplnková dôchodková spoločnosť
DSS	dôchodková správcovská spoločnosť
ECB	Európska centrálna banka
EFT POS	Electronic Funds Transfer at Point of Sale – platobný terminál
EK	Európska komisia
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – fixing úrokových sadzieb na trhu eurozóny
H	polrok
HDP	hrubý domáci produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – harmonizovaný index spotrebiteľských cien
HZL	hypotekárne záložné listy
LTV	Loan-To-Value ratio – pomer objemu úveru k zabezpečeniu
M	mesiac
MF SR	Ministerstvo financií SR
MIP	medzinárodná investičná pozícia
MMF	Medzinárodný menový fond
NAV	Net Asset Value – čistá hodnota majetku
NBS	Národná banka Slovenska
OCP	obchodník s cennými papiermi
OP	opravné položky
p. b.	percentuálne body
PPS	Purchasing Power Standard – parita kúpnej sily
PVZ	požiadavky na vlastné zdroje
PZI	priame zahraničné investície
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
SAX	slovenský akciový index
s. c.	stále ceny
ŠÚ SR	Štatistický úrad Slovenskej republiky
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer – Transeurópsky automatizovaný expresný systém hrubého zúčtovania platieb v reálnom čase
Tier 1, 2, 3	zložky vlastných zdrojov bánk
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	Porovnanie HDP v 2.Q 2010 s rokom 2008	10	Graf 35	Vývoj úverových štandardov na úvery domácnostiam	29
Graf 2	Reálne hrubé fixné investície	10	Graf 36	Investície do cenných papierov a úvery podnikom	30
Graf 3	Verejný dlh	11	Graf 37	Podiel zahraničných dlhových cenných papierov na celkovom objeme dlhopisov podľa štátov	30
Graf 4	Rast reálneho HDP	11	Graf 38	Vývoj vybraných položiek medzibankových aktív a pasív	30
Graf 5	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	12	Graf 39	Vývoj jednotlivých zložiek vlastných zdrojov v bankovom sektore	31
Graf 6	CDS rozpätia pre štátne dlhopisy v 1. polroku 2010	12	Graf 40	Rozloženie ukazovateľa kapitálovej primeranosti v bankovom sektore	31
Graf 7	Ceny komodít	12	Graf 41	Rozloženie podielu objemu a počtu úverov na celkovom objeme a počte úverov domácnostiam podľa príjmových skupín	32
Graf 8	TED rozpätie	13	Graf 42	Rozloženie pomeru úverových splátok k disponibilným príjmom podľa skupín disponibilných príjmov domácností	32
Graf 9	Štruktúra navýšeného kapitálu bánk a kapitálový pomer Tier 1	14	Graf 43	Zlyhané úvery obyvateľstvu	33
Graf 10	Vývoj HDP v krajinách V4	15	Graf 44	Porovnanie úrovne tržieb v jednotlivých odvetviach s rokom 2008	33
Graf 11	Vývoj kurzov mien krajín regiónu V4 voči euru	15	Graf 45	Rozloženie ukazovateľa úvery v riziku	33
Graf 12	Vývoj HDP – zložky	19	Graf 46	Zlyhané podnikové úvery	34
Graf 13	Vývoj produktivity práce a miezd	19	Graf 47	Ukazovateľ loan-to-deposit v bankovom sektore	35
Graf 14	Krytie deficitu bežného účtu	19	Graf 48	Vývoj čistej hodnoty aktív v podielových fondoch predávaných v SR	36
Graf 15	Zahraničná zadlženosť	19	Graf 49	Čistá hodnota aktív podľa jednotlivých typov fondov k júnu 2010	37
Graf 16	Finančné pasíva	20	Graf 50	Priemerná ročná výkonnosť otvorených podielových fondov podľa jednotlivých kategórií	37
Graf 17	Vývoj výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov	20	Graf 51	Porovnanie štruktúry majetku v jednotlivých typoch fondov DSS	37
Graf 18	Stav úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam	21	Graf 52	Vývoj aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov	38
Graf 19	Čisté pôžičky poskytnuté (+) prijaté (-)	21	Graf 53	Rozloženie podielu vystavenia jednotlivých inštitúcií voči najvýznamnejšej protistrane na celkovom vystavení	39
Graf 20	Ziskovosť podnikov	22	Graf 54	VaR v jednotlivých sektoroch	39
Graf 21	Konjunkturálne indikátory	22	Graf 55	Simulovaná strata z kreditného rizika a trhových rizík	41
Graf 22	Financovanie podľa nástrojov	22	Graf 56	Finančná a obchodná integrácia SR	49
Graf 23	Zadlženosť nefinančných podnikov	23			
Graf 24	HDD, spotreba, úspory, investície	23			
Graf 25	Trh práce – nezamestnanosť a miera voľných pracovných miest	23			
Graf 26	Ukazovatele zadlženia domácností	24			
Graf 27	Finančné aktíva domácností	24			
Graf 28	Priemerná hodnota ROE v jednotlivých segmentoch	26			
Graf 29	Objem aktív alebo spravovaného majetku v jednotlivých segmentoch finančného trhu	26			
Graf 30	Hlavné položky ziskovosti	27			
Graf 31	Čisté úrokové rozpätie	27			
Graf 32	Vývoj objemu úverov nefinančným spoločnostiam	27			
Graf 33	Vývoj úverových štandardov na úvery nefinančným spoločnostiam	28			
Graf 34	Porovnanie prírastkov stavu úverov a nových úverov domácnostiam	28			



Graf 57	Finančná integrácia: Grubel -Lloyd index	49	Graf 66	Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Írsko	64
Graf 58	Medzinárodná investičná pozícia, 1.Q 2010	50	Graf 67	Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Fínsko	64
Graf 59	Čistá investičná pozícia SR	50	Graf 68	Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Slovensko	64
Graf 60	Štruktúra aktív	50	Graf 69	Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Nemecko	65
Graf 61	Štruktúra pasív	51	Graf 70	Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Írsko	65
Graf 62	Bilancia bežného účtu	54	Graf 71	Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Fínsko	65
Graf 63	Kritická hranica zadĺženia pre zmenu výdavkov, porovnanie s minimom a maximom zadĺženia, krajiny EÚ 27	61	Graf 72	Rezíduá v modeli pre výdavky rozpočtu, Slovensko	65
Graf 64	Kritická hranica zadĺženia pre zmenu príjmov, porovnanie s minimom a maximom zadĺženia, krajiny EÚ 27	61			
Graf 65	Rezíduá v modeli pre príjmy rozpočtu, Nemecko	64			

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1	Rast reálneho HDP	13	Tabuľka 6	Medzinárodná investičná pozícia SR	53
Tabuľka 2	Podiel zlyhaných úverov obyvateľstvu	32	Tabuľka 7	Bilancia bežného účtu stabilizujúca čistú pozíciu	54
Tabuľka 3	Ročná výnosovosť dôchodkových fondov k 30.6.2010	38	Tabuľka 8	Výsledky odhadu	58
Tabuľka 4	Nastavenie parametrov stresového testovania	40	Tabuľka 9	Kritické hodnoty zadĺženia pre zmeny príjmov a výdavkov a priemerné, maximálne, minimálne a aktuálne (2009) zadĺženie	60
Tabuľka 5	Dopad makroekonomických scenárov	42			

ZOZNAM BOXOV

Box 1	Medzinárodná investičná pozícia	51
-------	---------------------------------	----