



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE 2010



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SPRÁVA O FINANČNEJ STABILITE 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 978-80-8043-171-6 (elektronická verzia)



OBSAH

ZHRNUTIE	4	4.4 Vývoj a riziká v sektore dôchodkového sporenia	43
1 VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU	6	4.5 Makro stresové testovanie	45
1.1 Vývoj v globálnej ekonomike	7	5 BEZPEČNOSŤ A SPOĽAHLIVOSŤ PLATOBŇÝCH SYSTÉMOV TARGET2-SK A EURO SIPS V ROKU 2010	49
1.2 Hospodársky vývoj v EÚ a eurozóne	8	PRÍLOHY	
1.3 Hospodársky vývoj v krajinách regiónu V4	8	1 Efektívne zdanenie finančného sektora	54
1.4 Vývoj na medzinárodných finančných trhoch	9	2 Vplyv finančnej krízy na pozíciu verejných financií	61
1.5 Vývoj a riziká v bankovom sektore eurozóny/EÚ	11	3 Úrokové sadzby na dlhodobé úvery na bývanie pre obyvateľov SR	74
1.6 Riziká pre domácu finančnú stabilitu z vonkajších podmienok	13	3.1 Základné faktory, ktoré mohli ovplyvniť vývoj úrokových sadzieb dlhodobých úverov na bývanie pre obyvateľstvo na Slovensku	75
2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU	18	3.2 Vývoj úrokových sadzieb na bývanie pre obyvateľstvo s fixáciou do 1 roka v eurozóne	76
2.1 Celkový vývoj ekonomiky SR	19	3.3 Analýza úrokových sadzieb s jednoročnou fixáciou za Slovensko	78
2.2 Strednodobé riziká z domáceho makroekonomického prostredia	22	3.4 Analýza úrokových sadzieb s fixáciou od 1 do 5 rokov za Slovensko	80
3 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ	24	3.5 Vplyv cien nehnuteľností na úrokové sadzby úverov na bývanie	81
3.1 Vývoj v sektore nefinančných korporácií	25	SKRATKY	84
3.2 Vývoj v sektore domácností	27	ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV	86
3.3 Strednodobé riziká v sektore nefinančných korporácií a domácností	28		
4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE	29		
4.1 Bankový sektor	30		
4.2 Sektor poisťovní	40		
4.3 Vývoj a riziká v sektore kolektívneho investovania	41		

ZHRNUTIE

Podmienky pre finančnú stabilitu na Slovensku sa v priebehu roka 2010 zlepšovali. Hlavným faktorom bolo oživenie slovenskej ekonomiky, ktoré sa prejavilo relatívne silným rastom HDP. Najsilnejším impulzom pre domáci hospodársky rast bol pozitívny vývoj v zahraničnom dopyte. Rast tržieb v priemysle a postupná stabilizácia trhu práce prispeli k zmierneniu kreditných rizík v bankovom sektore. Ziskovosť bankového sektora sa v roku 2010 oproti krízovému roku 2009 podstatne zlepšila a bola ťahaná najmä výnosmi z operácií v sektore retailu. V ziskovosti jednotlivých bánk však pretrvávali pomerne významné rozdiely. Relatívne nízke trhové sadzby a zostrená konkurencia v bankovom sektore prispeli k oživeniu financovania domácností. To viedlo k miernemu poklesu primeranosti vlastných zdrojov za celý bankový sektor v roku 2010. Stresové testovanie potvrdilo dobrú odolnosť bankového sektora voči nepriaznivým scenárom vývoja. Z jeho výsledkov vyplýva, že najvýznamnejším rizikom pre bankový sektor ako celok ostalo kreditné riziko podnikov. Niektoré individuálne banky však boli výraznejšie vystavené kreditnému riziku domácností. Stabilný vývoj v roku 2010 bol zaznamenaný takmer vo všetkých ostatných sektoroch finančného trhu. Nepriaznivý stav z roku 2009 pretrvával len v sektore neživotného poistenia, kde negatívny vývoj v jeho hlavných segmentoch bol spôsobený silnou konkurenciou a slabým predajom. Platobný systém fungoval v roku 2010 hladko a bez porúch.

Pre vývoj v externom prostredí bude v strednodobom horizonte s najväčšou pravdepodobnosťou charakteristické pokračovanie pomalého rastu globálnej ekonomiky pri pretrvávajúcej výrazných rozdielov v tempe rastu HDP medzi krajinami a regiónmi sveta. Tento očakávaný vývoj je však spojený s viacerými zápornými rizikami, ktoré môžu priamo alebo nepriamo ovplyvniť podmienky pre domácu finančnú stabilitu. Z hľadiska veľkosti možných negatívnych efektov sa ako najvýznamnejšie javí riziko eskalácie kreditných rizík tzv. periférnych štátov eurozóny. Dôvodom je priamy dopad materializácie týchto rizík na bilancie veľkého počtu bánk eurozóny. Z dôvodu výrazných napätí na trhoch s dlhodobými zdrojmi budú viaceré banky eurozóny

čeliť aj zložitým podmienkam pri refinancovaní veľkého objemu svojich dlhov. Spolu s potrebou pokračovať v navyšovaní vlastných zdrojov bánk na krytie finančných rizík to bude tlačiť na ďalšie znižovanie finančnej páky (deleveraging). Pomalý proces nápravy bilancií bánk spolu s pretrvávajúcou neistotou ohľadom rizík v bankovom sektore bude naďalej brzdiť tempo ekonomického oživenia eurozóny. Vývoj v externom prostredí môžu negatívne ovplyvniť aj vysoké ceny komodít (najmä ropy) a z nich prameniace inflačné tlaky, „tvrdé pristátie“ rozvíjajúcich sa ekonomík (vrátane Číny) a ďalšie odkladanie plánov na fiškálnu konsolidáciu v USA a Japonsku.

V sektore nefinančných spoločností a domácností došlo na Slovensku v priebehu roka 2010 k určitému zlepšeniu, ktoré zaznamenali najmä exportne orientované odvetvia. Pre citelné zlepšenie finančnej pozície domácností zatiaľ chýba jednoznačnejší obrat situácie na trhu práce, ktorý by stabilizoval tvorbu príjmov domácností. Ak sa v budúcnosti rast príjmov domácností nezvýši, nižší spotrebiteľský dopyt môže naďalej obmedzovať tvorbu ziskov v odvetviach, ktoré sú na ňom závislé. Spotrebiteľský dopyt bude vo výhľade na rok 2011 negatívne ovplyvňovaný aj zvyšujúcou sa infláciou, podmienenou faktormi z globálneho prostredia. Takýto vývoj by sprevádzali zvýšené kreditné riziká v bankovom sektore.

Hospodárstvo Slovenska by malo v rokoch 2011 a 2012 ťažiť z pokračujúceho rastu zahraničného dopytu, fixných investícií a postupného oživenia súkromnej spotreby. Relatívne zdravý makroekonomický vývoj by tak s najväčšou pravdepodobnosťou mal podporovať domácu finančnú stabilitu. V najbližšom období bude situáciu determinovať aj konsolidácia verejných financií. Táto bude v závislosti od jej rozsahu a časovania znamenať negatívny dopytový šok s dopadmi na vývoj disponibilných príjmov domácností, eventuálne aj nezamestnanosti a na vývoj nákladov podnikov. Hoci prebiehajúca fiškálna konsolidácia bude v krátkodobom horizonte (najmä v roku 2011) rast ekonomiky tlmiť, jej úspešná realizácia je dôležitou podmienkou posilnenia dlhodobej finančnej stability. Možné riziká z realizácie málo ambicióznej konsolidá-



cie sú v strednodobom horizonte významné. Slovensko je ako malá ekonomika vystavené riziku asymetrických reakcií trhov na vývoj fiškálnej pozície v menších krajinách aj pri pomerne zdravých fundamentoch.

Vo svetle nedávnych negatívnych skúseností v niektorých krajinách eurozóny (a ďalších kra-

jinách s fixnými režimami výmenných kurzov), bude v záujme dlhodobej finančnej stability na Slovensku potrebné venovať zvýšenú pozornosť nielen zdraviu verejných financií, ale aj štrukturálnym aspektom ekonomiky spolu s obozretným fungovaním bankového sektora, ktoré podporia udržateľné tempo zadlžovania sa súkromného sektora.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 1

VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

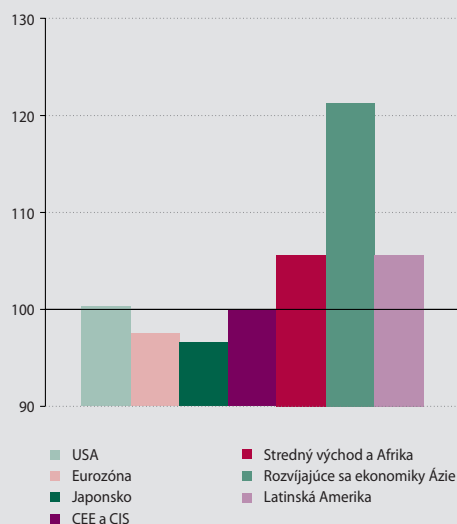
VONKAJŠIE PODMIENKY PRE FINANČNÚ STABILITU

1.1 VÝVOJ V GLOBÁLNEJ EKONOMIKE

Zotavovanie globálnej ekonomiky bolo v roku 2010 veľmi nerovnomerne rozložené medzi vyspelé a rozvíjajúce sa ekonomiky.

Podľa Medzinárodného menového fondu (MMF) produkcia svetovej ekonomiky narástla v roku 2010 medziročne o 5 %.¹ Globálny ekonomický rast spomalil v súlade s očakávaniami v druhom polroku 2010, čo súviselo so zmiernením tempa v tvorbe zásob a následne aj priemyselnej produkcie a obchodu. Vyspelé krajiny rástli len miernym tempom pri pretrvávajúcej vysokej nezamestnanosti. Naopak v mnohých rozvíjajúcich sa krajinách, najmä pod vplyvom masívneho prílevu zahraničného kapitálu, sa objavili náznaky prehrievania a rástli inflačné tlaky. Hospodársky rast v rozvíjajúcich sa krajinách podporili aj zdravý súkromný dopyt a uvoľnené politiky. Hospodárska aktivita vo svete sa tak javí ako „dvojrychlostná“, no výrazné rozdiely v tempe rastu HDP existujú aj v rámci kategórií vyspelých a rozvíjajúcich sa krajín (tabuľka 1). Zotavovanie aktivity zaostáva hlavne v tých krajinách, ktoré boli počas krízy zasiahnuté silnými finančnými šokmi, či už z dôvodu prasknutia realitných bublín, alebo nadmerného zahraničného zadlženia (graf 1).

Graf 1 Vývoj HDP v 4. Q 2010 (index, 2. Q 2008 = 100)



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

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

Pretrvávajúce slabšej aktivity vo vyspelých ekonomikách a rýchly rast rozvíjajúcich sa ekonomík bude v krátkodobom horizonte pokračovať.

Výhľad MMF na najbližšie obdobie (2011 – 2012) aj bez materializácie predpovedateľných rizík

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

	2008	2009	2010	2011 ^(p)	2012 ^(p)
Svetová produkcia	3,0	-0,5	5,0	4,4	4,5
Vyspelé ekonomiky	0,2	-3,4	3,0	2,4	2,6
USA	0,0	-2,6	2,8	2,8	2,9
Eurozóna	0,4	-4,1	1,7	1,6	1,8
Japonsko	-1,2	-6,3	3,9	1,4	2,1
Rozvíjajúce sa ekonomiky	6,1	2,7	7,3	6,5	6,5
Stredná a východná Európa	3,2	-3,6	4,4	3,7	4,0
Ázia	7,7	7,2	9,5	8,4	8,4
Čína	9,6	9,2	10,3	9,6	9,5
Objem svetového obchodu	2,7	-10,9	12,4	7,4	6,9

Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

Poznámka: Údaje za roky 2010 a 2011 sú prognózy.

¹ MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

(bližšie v kapitole 1.6) predpokladá pretrvávajúce miernej hospodárskej aktivity vo vyspelých krajinách, čo neumožní výraznejší pokles relatívne vysokej nezamestnanosti. Dôvodmi sú najmä nevyhnutná konsolidácia verejných rozpočtov, ktoré narazili a v niektorých prípadoch prekročili limity udržateľnosti, rastúce ceny energií a len pomaly napredujúce nápravy a reformy vo finančných systémoch vyspelých krajín. Ekonomiky rozvíjajúcich sa krajín by mali rásť svižným tempom vďaka silnému domácejmu dopytu a vysokým cenám komodít. Tieto ekonomiky budú naďalej čeliť inflačným tlakom, ktoré súvisia najmä s vyššími cenami potravín a prehrievaním v podobe rýchleho rastu úverov a cien aktív.

1.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V EÚ A EUROZÓNE

Európska ekonomika pokračovala vo svojom zotavovaní aj v roku 2010 a očakáva sa jej miernej rast aj v ďalšom období. Rizikovým faktorom je najmä krehká situácia na finančných trhoch a v bankovom sektore, čo súvisí so stále otáznou udržateľnosťou verejných financií niektorých členských krajín.

Po relatívne dobrom výkone hospodárstva EÚ/EA17 v prvom polroku 2010 v súlade s očakávaniami rast HDP v druhom polroku 2010 výraznejšie spomalil. Spôsobil to pokles v globálnej ekonomickej aktivite v dôsledku vyčerpania pozitívnych efektov z tvorby zásob a niektorých dočasných stimulačných opatrení vlád. Veľmi nepriaznivé počasie negatívne poznačilo hospodársku aktivitu v niektorých krajinách EÚ/EA17 v poslednom štvrtroku 2010. Európsku ekonomiku budú v najbližšom období (rok 2011) ťahať najmä exportne orientované ekonomiky vzhľadom na relatívne

dobré vyhliadky pre zahraničný dopyt. K nemu okrem expandujúcich rozvíjajúcich sa ekonomík prispievajú aj v decembri 2010 prijaté nové vládne stimuly v USA na podporu investícií a súkromnej spotreby. Tieto skutočnosti by sa mohli pozitívne prejavovať na tvorbe kapitálu, ale aj silnejšom spotrebiteľskom dopyte. Na hospodársky vývoj v EÚ/EA17 však bude negatívne vplyvať krehká situácia na finančných trhoch a v bankovom sektore EÚ, súvisiaca s otáznou udržateľnosťou verejných financií niektorých krajín. Prípadný ďalší rast cien komodít negatívne ovplyvní disponibilné príjmy domácností, a tým aj ich spotrebu. Pokračujúca konsolidácia verejných rozpočtov v tzv. periférnych krajinách EÚ bude nepriaznivo vplyvať na ich domáci dopyt. Vysoko zadlžený súkromný aj vládny sektor pociťujú vyššie zaťaženie úverovými splátkami z dôvodu „normalizácie“ (zvyšovanie na štandardnejšie úrovne) úrokových sadzieb zo strany ECB.² Prehlbovanie divergencie v ekonomickom vývoji v rámci EÚ bude pokračovať.

1.3 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V KRAJINÁCH REGIÓNU V4

Hospodárske zotavovanie bolo v roku 2010 v regióne V4 nerovnomerné, čo vyplývalo z rôznych predkrízových podmienok v jednotlivých krajinách. Krátkodobý výhľad je pod vplyvom zlepšenia externých podmienok priaznivý, no spojený s veľkou neistotou v strednodobom horizonte.

Rýchlosť, akou napredovalo zotavovanie jednotlivých ekonomík regiónu V4 v roku 2010, bola do veľkej miery daná faktormi ako štruktúra ich ekonomík, veľkosť makroekonomických nerovnováh v predkrízovom období a miera závislosti na krátkodobom zahraničnom financovaní. Celkovo bol ekonomický rast pomalý, čo súviselo so

Tabuľka 2 Rast reálneho HDP (%)

	Zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku								Medziročná zmena				
	2009				2010				2008	2009	2010	2011 ^(p)	2012 ^(p)
	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q	1. Q	2. Q	3. Q	4. Q					
Eurozóna	-2,5	-0,1	-0,4	0,3	0,4	1,0	0,4	0,3	0,4	-4,1	1,8	1,5	1,8
EÚ	-2,4	-0,3	0,3	0,5	0,4	1,0	0,5	0,2	0,5	-4,2	1,8	1,8	1,9

Zdroj: Eurostat.

Poznámky: Na základe sezónne očistených dát. Údaje pre roky 2011 a 2012 sú prognózy Európskej komisie z mája 2011 (European Economic Forecast – Spring 2011).

² V roku 2011 finančné trhy očakávajú tri zvýšenia po 0,25 p. b. Rada guvernérov ECB rozhodla o prvom takomto zvýšení kľúčových sadzieb z historicky najnižších úrovní 7. apríla 2011, s účinnosťou od 13. apríla 2011.

slabým domácim dopytom a externými faktormi – turbulencie na finančných trhoch eurozóny negatívne vplývali na rast. Naštartovanie produkcie v Nemecku v druhom štvrtroku 2010 bolo hlavným ťahúňom regiónu. Silná expanzia nemeckej ekonomiky podporí jeho hospodársky rast aj v roku 2011. Dôveru investorov v región V4 by mala podporovať ambiciózna fiškálna konsolidácia vo všetkých krajinách. Táto bude zároveň v krátkodobom horizonte tlmieť súkromnú spotrebu. Hlavnými rizikami pre strednodobý výhľad sú otázka udržateľnosť ekonomického rastu eurozóny vzhľadom na vysoké vnútorné nerovnováhy a zraniteľný bankový sektor eurozóny. Región môže naopak ťažiť hlavne z nákladovej konkurencieschopnosti, flexibilných trhov a z rôznych prebiehajúcich reforiem na podporu podnikateľského prostredia.

1.4 VÝVOJ NA MEDZINÁRODNÝCH FINANČNÝCH TRHOCH

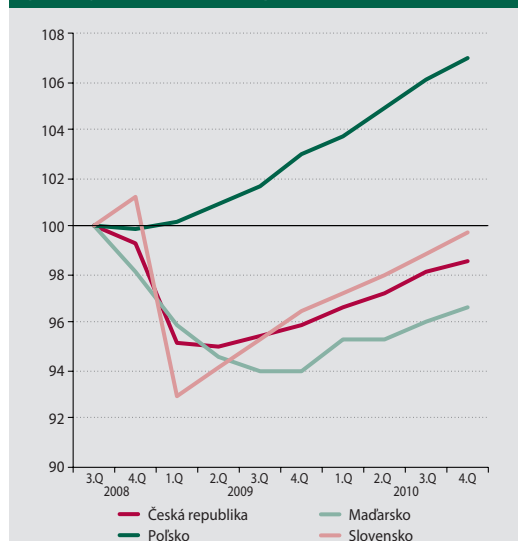
Globálnym finančným trhom v roku 2010 dominovali obavy o fiškálnu udržateľnosť periférnych krajín eurozóny a obavy zo spomalenia rastu globálnej ekonomiky. Vývoj na svetových finančných trhoch v krátkodobom horizonte nebude významne podporovať hospodársky rast.

Rastúce riziká suverénnych štátov a obavy z finančnej náklady v prvom polroku 2010 priviedli

začiatkom mája globálny finančný systém na pokraj ďalšieho kolapsu. Situáciu sa podarilo rýchlo stabilizovať viacerými záchrannými opatreniami vlád EÚ a neštandardnými politikami ECB.³ S obratom v trende averzie k riziku od polovice roka 2010 investori reštrukturalizovali svoje portfóliá v prospech rizikovejších aktív. Americký akciový trh podporený silnou ziskovosťou podnikov sa v roku 2010 priblížil k svojmu predkrízovému vrcholu. Výkonnosť európskych a japonských akciových trhov výraznejšie zaostávala z dôvodu obáv investorov o zdravie finančného sektora a o dostatočný zahraničný dopyt pre exportne závislé ekonomiky (graf 3). Akciovým trhom sa pod vplyvom prílevu zahraničného kapitálu darilo najmä v rozvíjajúcich sa krajinách Latinskej Ameriky a v Ázii (graf 4). Ich volatilita vystúpila na vysoké úrovne počas májových turbulencií súvisiacich so záchranou Grécka (graf 5).

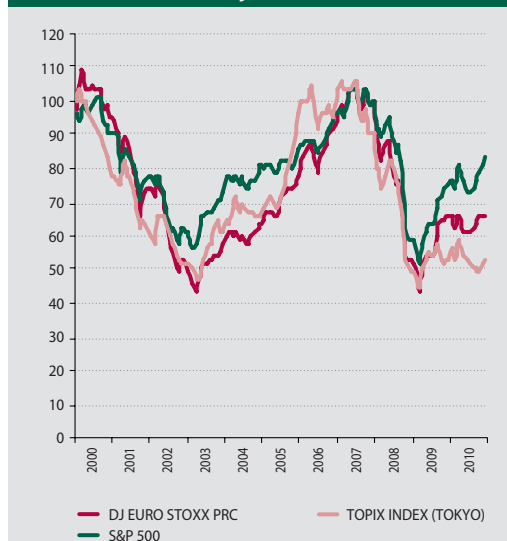
Ceny všetkých významných komodít zaznamenali rýchly rast (graf 6). Základné kovy rástli pod vplyvom silného dopytu v rozvíjajúcich sa krajinách a pomalej reakcie ponuky. Potravinové boli ovplyvnené aj výpadkom v ponuke z dôvodu záplav. Ropu ťahali nahor lepšie než očakávané makroekonomické podmienky v druhom polroku 2010, ponukové faktory (nižšia než očakávaná reakcia v ťažbe OPECu) a kvantitatívne menové uvoľnenie v USA.⁴ Klesajúca hodnota amerického dolára voči

Graf 2 Kvartálny vývoj HDP (index, 3. Q 2008 = 100)



Zdroj: Eurostat.

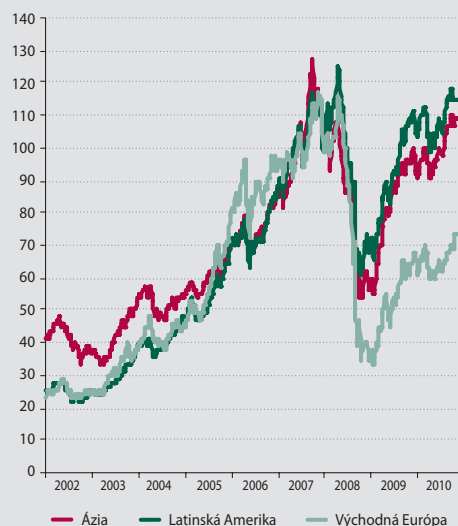
Graf 3 Vývoj na vyspelých akciových trhoch (index, mesačné údaje, 2007 = 100)



Zdroj: IMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

3 Podrobnejšie v Správe o finančnej stabilite za 1. polrok 2010. (http://www.nbs.sk/_img/Documents/ZAKLNBSPUBLIK/SFS/SFS2010-1.pdf)

4 Od januára 2011 ďalším faktorom rastu cien ropy boli občianske nepokoje v severnej Afrike a na Strednom východe. Tieto udalosti sa negatívne odrazili aj na nálade investorov na globálnych finančných trhoch v priebehu marca 2011.

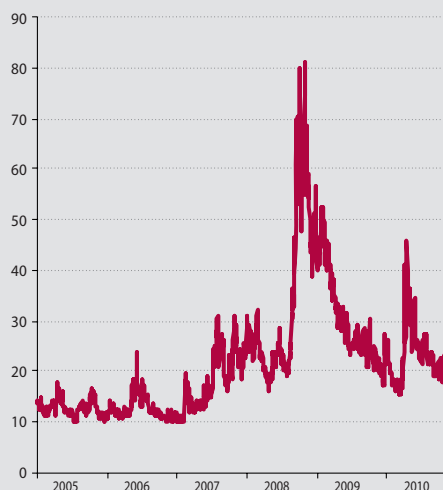
Graf 4 Vývoj na rozvíjajúcich sa akciových trhoch (index, týždenné údaje, 2007 = 100)


Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

takmer všetkým menám v druhom polroku 2010 pomáhala do určitej miery tlmiť plný ekonomický dopad vysokých cien komodít.

Pod vplyvom klesajúcej averzie k riziku v druhej polovici roka sa úrokové rozpätia vracali na nízke úrovne a výnosy štátnych dlhopisov zaznamenali opätovný rast (grafy 7 a 8). Od novembra 2010, keď Fed zverejnil pokračovanie programu kvantitatívneho uvoľnenia,⁵ úroky na vládne dlhopisy USA so splatnosťou 5 až 10 rokov rástli o vyše 100 bázických bodov. K rastu sadzieb prispel aj podstatne väčší než trhmi očakávaný fiškálny balíček dohodnutý 6. decembra 2010 (v objeme 800 až 900 mld. USD v horizonte 2 rokov). Ten síce prispieje odhadovanými 0,3 % až 1 % k rastu HDP USA v roku 2011, no zároveň výrazne zvyšuje riziko výpredaja vládnych dlhopisov pri absencii nápravných opatrení pre verejné financie v strednodobom horizonte.

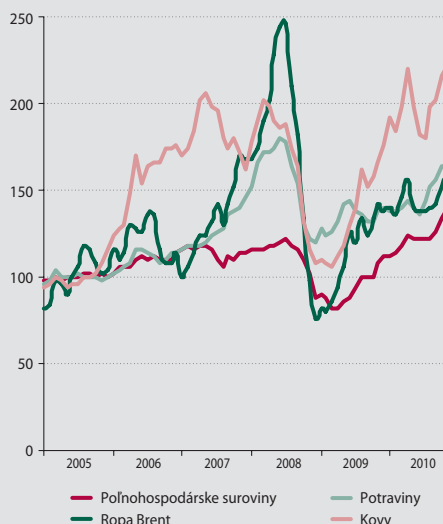
Írska kríza z novembra 2010 sa nerozšírila na medzinárodné finančné trhy ako májová grécka kríza, no úrokové rozpätia na vládne dlhopisy a podnikové CDS rozpätia v periférnych krajinách eurozóny ostávajú na vysokej úrovni (grafy 9 a 10).^{6,7} Signalizuje to pretrvávajúce zvýšenej zraniteľnosti tohto regiónu a zvýšenú neistotu ohľadom výsledku riešenia dlhovej krízy v eurozóne. Aj z tohto dôvodu je v ďalšom období potrebné počítať s volatilnými podmienkami na

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 opcií na index S&P 500. VIX vyjadruje veľkosť averzie investorov voči riziku. Jeho hodnoty nad 20 hovoria o zvýšenej averzii voči riziku. Hodnoty nad 50 indikujú veľmi vážne obavy investorov.

finančných trhoch. Keďže sa zároveň dá očakávať len pomalé zlepšovanie podmienok pre bankové úverovanie vo vyspelých ekonomikách, zmeny vo finančných podmienkach nebudú príliš nápomocné ekonomickému rastu.

Graf 6 Cenové indexy komodít (USD, mesačné údaje, rok 2005 = 100)


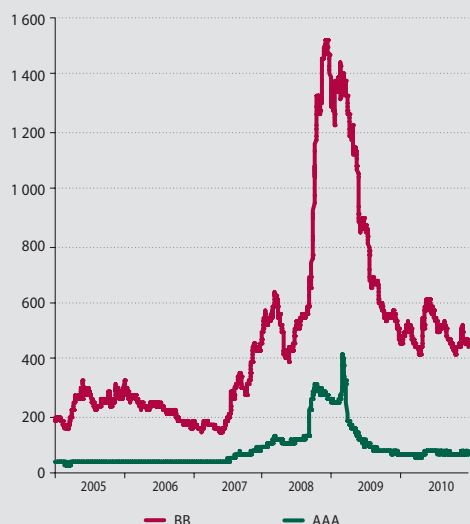
Zdroj: International Financial Statistics.

5 QE2 – nákup štátnych dlhopisov americkej vlády Federálnym rezervným systémom v objeme 600 mld. USD do júna 2011.

6 Výnosy vládnych dlhopisov Grécka, Írska a Portugalska poskočili nahor v marci 2011 po dohode EÚ o novom permanentnom Európskom stabilizačnom mechanizme (ESM), ktorý začne fungovať v polovici roka 2013. ESM pripúšťa default štátu eurozóny a súkromní investori budú znášať súvisiace straty. ESM bude krytý až 700 mld. € (kombinácia kapitálu a vládnych garancií). To umožní ESM získať 500 mld. € emisiou dlhu s najvyšším ratingom. ESM bude môcť okrem pôžičiek odkázanej krajine vo výnimočných prípadoch nakupovať dlhopisy týchto krajín na primárnom trhu za podmienky súhlasu dotknutej krajiny s prísnyimi opatreniami na podporu ekonomického rastu a zníženie rozpočtového deficitu.

7 Portugalsko 7. apríla 2011 oficiálne požiadalo EÚ a MMF o finančnú pomoc. Pomoc bola dohodnutá začiatkom mája 2011 na 3 roky v objeme 78 mld. € na financovanie verejného dlhu a podporu bankového sektora. Tak ako v prípade Írska, vďaka EFSF (dočasný európsky stabilizačný mechanizmus dohodnutý pri záchrane Grécka) s dostatočným objemom zdrojov k dispozícii, reakcia trhov na finančnú záchranu Portugalska bola relatívne pokojná.

Graf 7 Úrokové rozpätia na výnosy podnikových dlhopisov (denné údaje, priemer USA a Európa za jednotlivé ratingové stupne, bázičné body)



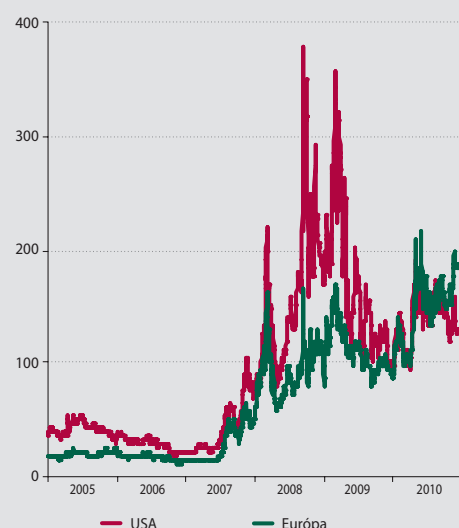
Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

Graf 8 Výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov (denné údaje, %)



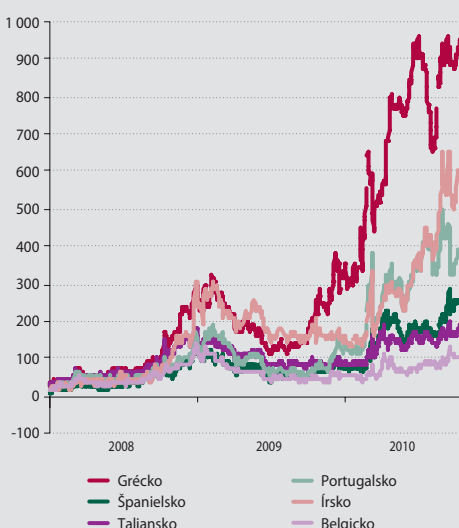
Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

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



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.

Graf 10 Úrokové rozpätia na vládne dlhopisy vybraných krajín voči úrokom na nemecké vládne dlhopisy (bázičné body)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS.

1.5 VÝVOJ A RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE EUROZÓNY/EÚ

Bankový systém eurozóny stále čelí zvýšeným rizikám a tlakom na zmenšovanie bilancií.

Bankový sektor EÚ čelí významným rizikám. Najväčšiemu tlaku sú vystavené bankové sektory krajín,

ktorých vlády majú vážne finančné ťažkosti. Rastúca prémie na riziko bankrotu krajín a pokles ich ratingového hodnotenia zvyšuje náklady financovania pre tieto banky. Banky zároveň držia značný objem dlhu svojich domácich krajín, s čím sú spojené vysoké trhové riziká pri preceňovaní týchto aktív na reálnu hodnotu. Kreditné riziká bánk zvyšujú reštriktívne opatrenia vlád na ozdravenie verejných

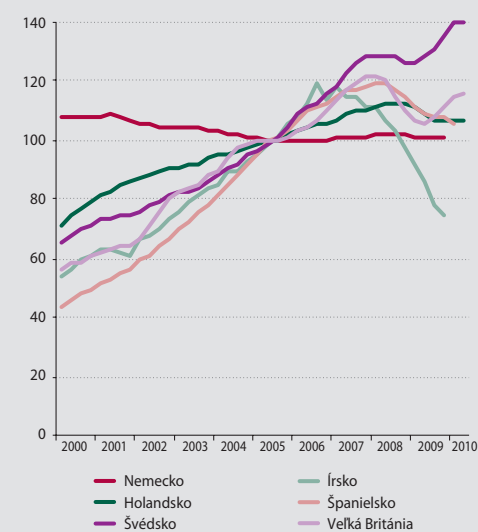
financií, ktoré majú negatívny dopad na reálnu ekonomiku a ceny aktív (najmä nehnuteľností).

Relatívne vysokú expozíciu voči periférnym krajinám EÚ majú aj banky z ostatných krajín EÚ. Z trhového precenenia týchto expozícií veľké straty neplynú z dôvodu, že v priemere až 80 % týchto dlhopisov držia banky v portfóliách do splatnosti. Tieto investície sú však vystavené zvýšenému kreditnému riziku, ktoré súvisí s možnou reštrukturalizáciou dlhov dotknutých krajín. Toto riziko je vo vybraných krajinách relatívne vysoké napriek existencii „eurovalu“ (dočasného alebo permanentného) z dôvodu negatívnych vyhládok pre rast potenciálneho HDP dotknutých krajín. Výrazne sa tým komplikuje zníženie dlhového bremena na udržateľnú úroveň. Riziko pre banky v iných krajinách EÚ môže predstavovať aj rozšírenie obáv investorov na iné aktíva z periférnych krajín, napr. kryté dlhopisy (*covered bonds*).

K ďalším významným rizikám bankového sektora EÚ patria kreditné riziká z expozícií voči sektoru komerčných nehnuteľností. Vo viacerých krajinách EÚ prešli ceny nehnuteľností od roku 2008 korekciou (graf 11), no pretrvávajú vysoká neistota ohľadom ich ďalšieho vývoja vzhľadom na výhľad pre budúci ekonomický vývoj. K ďalším aktívam bánk, pri ktorých je riziko zhoršenia ich kvality v súčasnosti vysoké, patria spotrebiteľské úvery a úvery malým a stredným podnikom.

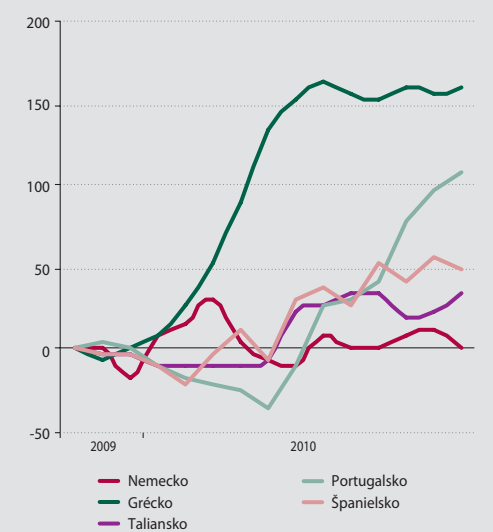
Vysokým rizikom pre bankový sektor je aj riziko likvidity. Podmienky pre refinancovanie najmä dlhodobými zdrojmi sú veľmi zložité. Situácia je predovšetkým zložitá pre banky so sídlom v krajinách s vysokým vnímaným rizikom defaultu. O dlhopisy emitované súkromným sektorom v daných krajinách je nízky záujem, naopak tieto aktíva sú za daných podmienok pod tlakom výpredajov investormi. Náklady financovania tak výrazne stúpajú. V období 2011 až 2012 európske banky potrebujú refinancovať približne 1,35 bil. € dlhodobých zdrojov. Zároveň rastú potreby zdrojov zo strany štátov. Táto skutočnosť zvyšuje riziko vytlačania (*crowding out*) emisií bankových dlhopisov, čo by sa prejavilo v raste výnosov a aj úplnom zablokovaní prístupu slabých bánk na trhy.⁸ Napätie na trhoch s dlhodobými zdrojmi sa v súčasnosti zvyšuje aj pre zdravé banky v dôsledku zmien v regulácii, ktoré výrazne zvyšujú požiadavku na krytie aktív zdrojmi s dlhšou splatnosťou. Ponuku dlhodobých zdrojov pre európske banky môže oklieštiť aj nová regulácia USA, podľa ktorej peňažné fondy budú môcť investovať len do krátkodobých cenných papierov. Európske trhy s krytými dlhopismi, ktoré banky tradične využívali pre získanie dlhodobých zdrojov, majú obmedzený absorpčný potenciál vzhľadom na limitovanú ponuku vysoko kvalitného zabezpečenia pre emisie tohto typu dlhopisov. Banky vyvíjajú zvýšenú snahu získať bezpečnejšie primárne vklady, čo sa už odzrkadľuje na raste cien aj týchto zdrojov (graf 12).

Graf 11 Vývoj cien nehnuteľností (štvrťročné údaje, index, 2005 = 100)



Zdroj: OECD.

Graf 12 Vývoj sadzieb na vklady (zmena, bázické body)



Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2011.
Poznámka: Nové vklady do 1 roka.

8 Veľké množstvo európskych bánk je závislé na krátkodobom financovaní z centrálnej banky. Z 550 mld. € poskytnutých centrálnymi bankami Eurosystému ku koncu roka 2010 v refinančných operáciách bankám eurozóny, tvoril dopyt bánk z Portugalska, Írska, Grécka a Španielska 340 mld. €. Refinancovanie bánk z Eurosystému môže komplikovať zhoršovanie úverového ratingu dotknutých krajín a bánk, čím sa niektoré aktíva môžu stať nepoužiteľnými pre centrálnu banku na účely kolaterálu.



V roku 2010 pokračovalo zlepšovanie kapitálovej pozície bánk eurozóny, no banky v krajinách so zložitou finančnou situáciou musia v záujme budovania dôveryhodnosti pokračovať vo zvyšovaní objemu a kvality vlastných zdrojov.

Mediánová hodnota Tier 1 kapitálového pomeru pre kótované banky eurozóny dosiahla ku koncu roka 2010 10,6 %. Je to podstatné zlepšenie oproti koncu roka 2008, keď bola tesne pod úrovňou 8 %. Napriek tomu je kapitálové vybavenie bánk eurozóny slabšie a jeho zlepšenie miernejšie ako napr. v prípade bánk v USA alebo Veľkej Británii. K zlepšeniu kapitálového pomeru Tier 1 prispeli navyšovanie vlastných zdrojov zo zisku, emisie akcií a pomalší rast rizikovo vážených aktív. Niektoré banky sa snažili prispôsobiť pripravovanej prísnejšej regulácii kapitálu Bazilej III aj zmenšovaním finančnej páky, najmä odpredaním podnikových cenných papierov a znižovaním expozícií voči iným finančným inštitúciám vo forme úverov a cenných papierov. Banky eurozóny, ktoré sú vystavené zložitým podmienkam najmä v súvislosti so zvýšenými kreditnými rizikami štátov, budú musieť pokračovať v procese znižovania finančnej páky a posilňovania kvality a úrovne vlastného kapitálu s cieľom tvorby vankúša voči prípadným stratám. Povinnosť niektorých bánk eurozóny vrátiť štátnu pomoc vo forme kapitálových injekcií v najbližšom období vyvoláva otázky ohľadom dostatočnosti kapitálového vybavenia.

1.6 RIZIKÁ PRE DOMÁCU FINANČNÚ STABILITU Z VONKAJŠÍCH PODMIENOK⁹

K najdôležitejším identifikovaným negatívnym rizikám v krátkodobom a strednodobom horizonte patria:

- eskalácia rizík tzv. periférnych štátov Európy a ich prípadné rozšírenie na ďalšie segmenty finančného trhu vrátane bankového sektora vyspelejších krajín EÚ,
- pomalé napredovanie v ozdravovaní bankových sektorov vyspelých krajín,
- „tvrdé pristátie“ rozvíjajúcich sa ekonomík vrátane Číny a náhly odlev kapitálu z postihnutých ekonomík,
- výrazný zásah do reálnych príjmov v dôsledku ďalšieho rastu cien ropy a iných komodít a najmä riziko inflačnej špirály z rastúcich

cien potravín a energií v rozvíjajúcich sa krajinách,

- odkladanie plánov na strednodobú fiškálnu konsolidáciu vo veľkých vyspelých krajinách (USA, Japonsko).

Ekonomika EÚ ostane zraniteľnou z dôvodu výrazných vnútorných nerovnováh a štrukturálnych problémov, riešenie ktorých je skôr dlhodobou záležitosťou.

Aj keď je v krátkodobom horizonte výhľad pre ekonomiku EÚ relatívne priaznivý, najmä vďaka pôsobeniu pozitívnych externých faktorov, nie je možné hovoriť o zdravom hospodárskom vývoji. Príliš veľké vnútorné makroekonomické nerovnováhy a rastúca divergencia v ekonomickom raste ohrozujú finančnú stabilitu eurozóny. Riešenie týchto problémov si vyžaduje zlepšenie fiškálnej disciplíny členských krajín, posilnenie konkurencieschopnosti ekonomík s deficitmi bežných účtov, vytvorenie podmienok pre vyšší podiel súkromnej spotreby v krajinách s prebytkovými bežnými účtami (najmä v Nemecku), zriadenie efektívnych mechanizmov pre riešenie štátnych bankrotov a cezhraničných finančných kríz v EÚ a i. Tieto otázky momentálne zamestnávajú politikov a v niektorých oblastiach týkajúcich sa riadenia (*governance*) eurozóny sa za uplynulý rok podarilo dosiahnuť pokrok. Avšak napr. štrukturálne reformy v jednotlivých členských štátoch, ktoré posilnia odolnosť eurozóny, sú politicky a časovo náročné.

Aktuálne situáciu v bankovom sektore EÚ z hľadiska jeho hladkého refinancovania značne komplikujú najmä silné finančné väzby medzi štátmi a bankovým sektorom. K rastu napätia na trhu s dlhodobými zdrojmi prispievajú aj iné faktory (silný dopyt štátov, Bazilej III).

Pri súčasnej zvýšenej citlivosti finančných trhov voči rizikám udržateľnosti verejných financií niektorých členských štátov sa prejavuje dôležitosť faktora zdravých verejných financií na stabilitu bankového sektora. Napätie na finančných trhoch z dôvodu zvýšených rizík suverénnych štátov spôsobuje rast úrokových sadzieb na vládne dlhopisy. Následne rastú náklady na financovanie bánk (niektoré banky môžu mať úplne zablokovaný prístup na medzibankové trhy) a celého súkromného sektora so sídlom v týchto štátoch. Na finančných trhoch dochádza

⁹ Pre identifikované riziká je charakteristické ich silné prepojenie a vzájomné spätné pôsobenie, čo je dané komplexnými väzbami medzi reálnou ekonomikou, bilanciami finančných inštitúcií, štátu, firmami a domácnosťami. Preto namiesto veľmi problematickej identifikácie možných scenárov vývoja a kvantifikácie ich dopadu na domácu finančnú stabilitu v tejto časti radšej pristupujeme ku kvalitatívnemu zhodnoteniu rizík. Kvantitatívna analýza (makrotestovacie testovanie) dopadu rôznych scenárov vývoja na slovenský finančný sektor je v časti 4.7.

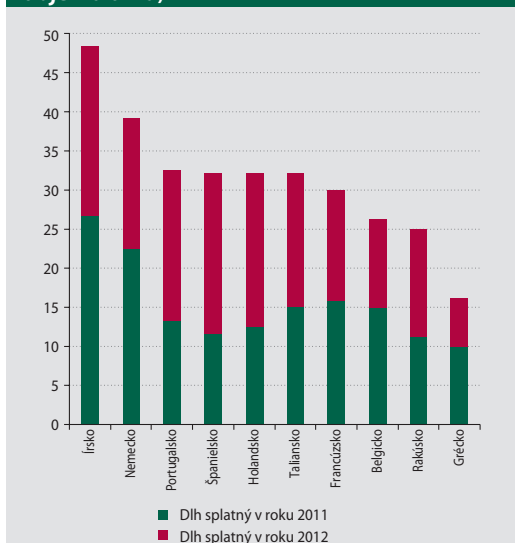
k výpredajom dlhopisov emitovaných rezidentmi dotknutých štátov z dôvodu príliš vysokej volatility ich výnosov, vysokých kreditných rizík a rizík finančnej nákazy. Táto situácia je kritická v kontexte veľkého objemu dlhodobých zdrojov, ktoré banky eurozóny potrebujú v roku 2011 a 2012 refinancovať (graf 13). Výraznú nerovnováhu medzi ponukou a dopytom na trhu s dlhodobými zdrojmi prehlbuje aj silný dopyt po takýchto zdrojoch zo strany štátov a tlak novej bankovej regulácie, ktorá vyžaduje krytie aktív zdrojmi s dlhšou splatnosťou. Táto situácia tlačí na rast sadzieb na úvery domácnostiam a podnikom. V prípade výraznejšieho nárastu averzie voči riziku suverénnych štátov tieto mechanizmy ďalej zhoršia podmienky pre ekonomický rast a finančnú stabilitu v Európe.

Stále vysoké kreditné riziká v bankových sektorech vyspelých krajín v kombinácii s vyššie opísaným problémom s refinancovaním robí podmienky pre finančnú stabilitu veľmi krehkými.

Z analýz MMF vyplýva, že pokrok v poklese finančnej páky vo vyspelých ekonomikách je veľmi pomalý. Ukazovateľ pomeru úverov k HDP klesá len pozvoľna s pomaly rastúcou ekonomickou aktivitou. Avšak stále vysoký objem naakumulovaného dlhu domácností a podnikov vo vyspelých krajinách generuje pre banky významné

kreditné riziká a robí ich zraniteľnými voči meniacim sa náladám na finančných trhoch. K vysoko rizikovým aktívam patria najmä úvery na nehnuteľnosti, úvery malým a stredným podnikom a spotrebiteľské úvery. Snahou bánk je zmierňovať tieto riziká navyšovaním vlastného kapitálu. Tento proces však komplikuje napätie na finančných trhoch z dôvodu vyšších rizík suverénnych štátov. Pretrvávajúce obavy investorov tlačia na rast nákladov na emisiu akcií a dlhopisov. Banky môžu následne pristúpiť k zmenšovaniu svojej finančnej páky skôr prispôbovaním veľkosti bilancii než navyšovaním kapitálu. Obmedzia ponuku nových úverov, čo spolu s pretrvávajúcim slabým dopytom po úveroch z dôvodu stále vysokej zadlženosti súkromného sektora bude naďalej brzdiť ekonomické oživenie vyspelých krajín. Zmenšovanie bankových bilancii zvýrazní problémy prebytočných kapacít v bankovom sektore a boj o stabilné zdroje vytvorí silný tlak na banky so slabými obchodnými modelmi. Dôležitou súčasťou riešenia týchto problémov je dôsledné a dôveryhodné plnenie plánov konsolidácie verejných financií, ktoré je nutné podporiť štrukturálnymi politikami zameranými na rast potenciálneho produktu dotknutých krajín. Taktiež je potrebné sprehľadniť situáciu v bankovom sektore eurozóny napr. cez dôveryhodné záťažové testy¹⁰ a pristúpiť k reštrukturalizácii bankových systémov smerom k ich vyššej bezpečnosti, efektívnosti a konkurencieschopnosti.

Graf 13 Objem dlhu bánk na refinancovanie v období 2011 až 2012 (% z celkového objemu dlhu)



Zdroj: MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2011.

Prípadné „tvrdé pristátie“ rozvíjajúcich sa ekonomík môže mať vážne následky pre globálnu ekonomiku a finančnú stabilitu.

Oživenie globálnej ekonomiky by mohlo ohroziť aj „tvrdé pristátie“ niektorých rozvíjajúcich sa ekonomík Latinskej Ameriky a severovýchodnej Ázie vrátane Číny. Toto riziko rastie s výrazným prílevom zahraničného kapitálu počnúc druhým štvrtrokom 2009 a klesajúcou absorpčnou kapacitou lokálnych ekonomík pre tento prílev (graf 14). Tok kapitálu do rozvíjajúcich sa krajín súvisí s obnovením dôvery investorov v tento typ investícií a snahami investorov o lepšie zhodnotenie kapitálu než to dovoľujú extrémne nízke úrokové sadzby vo vyspelých krajinách (ide o tzv. carry trades). Rýchly hospodársky rast podporujú aj priaznivé výmenné relácie v krajinách exportujúcich komodity a uvoľnené makroekonomické politiky. Reakcie politikov v dotknutých krajinách naznačujú snahu riziká z prehrievania

¹⁰ Výsledky najnovších stresových testov kľúčových európskych bánk budú zverejnené v priebehu júna 2011. Očakáva sa, že výsledky potvrdia výraznú potrebu navýšenia vlastných zdrojov európskych bánk.

Graf 14 Čistý tok kapitálu (% HDP)



Zdroj: MMF: World Economic Outlook, apríl 2011.
Poznámka: Údaje končia tretím štvrtkom 2010.

ekonomík, rýchleho rastu zadlženosti súkromného sektora a rastúcich bublín v cenách aktív tlmíť. Investori však môžu mať iný názor na adekvátnosť rôznych opatrení (napr. namiesto zvyšovania úrokových sadzieb, ktoré len podporuje ďalší prílev kapitálu, by niektoré krajiny mali skôr nechať posilniť svoju menu), výsledkom čoho môže byť náhly odlev kapitálu, prasknutie bublín na trhoch nehnuteľností a úverových trhoch týchto krajín. Keďže rozvíjajúce sa krajiny majú (podľa MMF) 40-percentný podiel na globálnej spotrebe a dvojtretinový podiel na globálnom raste, takýto vývoj by mal vážne následky pre globálnu ekonomiku a finančnú stabilitu.

Rizikom pre ďalšie zotavovanie svetovej ekonomiky je aj pokračovanie trendu rastúcich cien ropy a iných komodít.

Ďalší rast cien ropy (WTI a Brent) nad úroveň 100 USD za barrel bude mať silný deflačný dopad na globálny ekonomický rast. Na rast cien ropy najsilnejšie pôsobí kombinácia faktorov: relatívne priaznivý krátkodobý výhľad pre svetovú ekonomiku, prebytok likvidity na trhoch s rizikovými aktívami podporený (dvojnásobným) kvantitatívnym menovým uvoľnením v USA a geopolitické napätie v severnej Afrike a na Strednom východe. Rastúce ceny vstupov vyvolávajú tlak na marže výrobcov, čo sa premieta do rastu spot-

rebitelských cien a inflácie. Výsledný pokles reálnych príjmov a reakcia rýchlejšieho sprísňovania menových politík (v rozvíjajúcich sa aj vyspelých krajinách) môžu oslabiť dopyt a s odstupom času podkopať oživenie svetovej ekonomiky. Pokračovanie pôsobenia uvedených faktorov na ceny ropy je v roku 2011 pravdepodobné, no neskôr by sa malo oslabiť. Situáciu však môže vážne skomplikovať prípadné rozšírenie nepokojov do krajín Stredného východu s významným objemom produkcie ropy.

Riziká s fiškálnou udržateľnosťou sa môžu ľahko preniesť aj na iné veľké vyspelé krajiny. Vyčerpanie sa aj účinnosť menovej stimulácie cez kvantitatívne uvoľnenie, no jej ukončenie je pri zlom stave verejných financií spojené s rizikom výrazného rastu dlhodobých úrokových sadzieb.

V strednodobom horizonte sa otázka fiškálnej udržateľnosti a s ňou spojených rizík pre finančnú stabilitu týka aj vyspelých krajín mimo EÚ. V decembri 2010 schválený ďalší balíček fiškálnych stimulov v USA a rozsiahla podpora japonskej ekonomiky z verejných zdrojov¹¹ ďalej komplikuje zabezpečenie udržateľnosti verejných financií v uvedených krajinách. Čím dlhšie sa bude odkladať vypracovanie dôveryhodnej stratégie na strednodobú fiškálnu konsolidáciu v USA, o to vyššie je riziko náhleho a výrazného rastu amerických úrokových sadzieb.¹² Táto skutočnosť by viedla k rastu nákladov financovania ďalších ekonomík. Výsledný dopad takéhoto vývoja na globálne finančné trhy a svetovú ekonomiku by bol veľmi nepriaznivý. S rastúcimi inflačnými tlakmi dochádza aj k vyčerpaniu priestoru pre menovú stimuláciu vo forme kvantitatívneho uvoľňovania (*quantitative easing*). Táto politika má navyše neželané vedľajšie efekty na finančnú stabilitu vo forme podpory rizikovejších investícií, silného prílevu kapitálu do rozvíjajúcich sa ekonomík a rastu cien komodít. Uvedené politiky môžu priniesť krátkodobé pozitívne efekty, no riešenie štrukturálnych problémov ekonomík a bankových sektorov je potrebné riešiť adekvátnymi reformami. Na druhej strane, ukončenie nákupu amerických štátnych dlhopisov Federálnym rezervným systémom pri súčasnej zlej fiškálnej situácii v USA s vysokou pravdepodobnosťou povedie k výraznému nárastu úrokových sadzieb na tieto dlhopisy. Citlivosť USA a najmä Japonska na rast úrokových sadzieb je podľa analýzy MMF značná (vyššia než vo väčšine krajín euro-

¹¹ Japonské štátne financie navyše výrazne negatívne zasiahne riešenie následkov ničivého zemetrasenia spojeného s tsunami z marca 2011. Makroekonomické efekty tejto udalosti budú s najväčšou pravdepodobnosťou negatívne len v krátkom horizonte, naopak v dlhšom horizonte by mali plynúť pozitívne efekty z obnovy zničenej infraštruktúry. Ich intenzita závisí od dĺžky trvania výpadku priemyselnej produkcie a exportov v dôsledku rozsiahlych škôd na jadrových elektrárnach.

¹² MMF odhaduje fiškálny deficit USA v roku 2011 na úrovni 10,8% (viac ako dvojnásobok fiškálneho deficitu eurozóny) a hrubý vládny dlh v roku 2016 na úrovni 110% HDP.

zóny) z dôvodu kombinácie faktorov vysokého a rastúceho verejného dlhu a nízkych verejných príjmov.¹³

Ekonomickú a finančnú stabilitu regiónu V4 determinuje riziko suverénnych štátov periférie eurozóny.

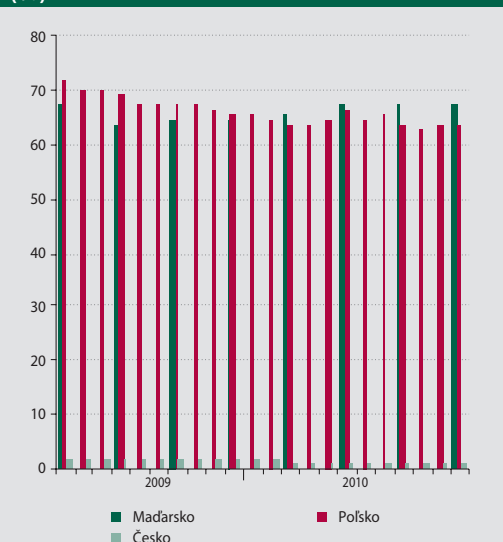
Najväčším rizikom pre finančnú stabilitu a ekonomické zotavovanie regiónu V4 bolo v roku 2010, a aj v najbližšom období ostane, riziko suverénnych štátov eurozóny. Dôvodom je silná ekonomická závislosť krajín V4 od hospodárstva eurozóny (najmä Nemecka) a silné cezhraničné finančné väzby bankových sektorov eurozóny a krajín V4. 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.

Zvýšená zraniteľnosť bankových sektorov Poľska a Maďarska pretrváva z dôvodu stále vysokého podielu devízových úverov.

Napriek rôznym opatreniam zo strany príslušných autorít pretrváva v Poľsku a Maďarsku vysoký podiel úverov v cudzej mene (graf 15).¹⁴

Pred krízou bol hlavným dôvodom rastu podielu financovania v zahraničných menách priaznivý úrokový diferenciál. Vysoká volatilita mien týchto krajín (graf 16) prispieva k tomu, že veľká zásoba nezabezpečených devízových úverov je zdrojom zvýšenej procyklickosti bankových systémov a systémového rizika. Znehodnotenie domácich mien zvyšuje náklady dlžníkov na splácanie úverov (počas krízy boli tieto náklady do istej miery kompenzované poklesom úrokových sadzieb na dané zahraničné meny), čo sa premieta do rastúceho kreditného rizika lokálnych bánk, ale aj ich zahraničných materských inštitúcií. K tomuto riziku sa môže pridať (tak ako tomu bolo počas vrcholu finančnej krízy) špecifické riziko likvidity. Domáce banky nemajú dostatok devízových zdrojov, preto sa spoliehajú na trhové financovanie najmä z ich materských spoločností. Ide väčšinou o krátkodobé zdroje, čo zväčšuje časový nesúlad splatnosti aktív a pasív domácich bánk a prispieva k systémovému riziku. Navyše prípadné znehodnotenie lokálnych mien povedie k nárastu rizikovo vážených aktív, čo vyvolá rast kapitálovej požiadavky. Výraznejšie znehodnotenie lokálnych mien za daných podmienok môže mať aj cez efekty bohatstva negatívny dopad na iné trhy (napr. trh s nehnuteľnosťami alebo ak-

Graf 15 Podiel úverov na bývanie v cudzej mene na celkových úveroch na bývanie (%)



Zdroj: MNB, PBN, ČNB.

Poznámka: Údaje za Maďarsko sú so štvrtročnou frekvenciou. V Poľsku je až takmer 90 % devízových úverov na bývanie denominovaných v švajčiarskych frankoch.

Graf 16 Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru (denné údaje, index 30.12.2005 = 100)



Zdroj: Eurostat.

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

Slovenská koruna bola od 1. januára 2009 nahradená eurom pri neodvolateľnom konverznom kurze 30,126 SKK/EUR.

13 MMF: Global Financial Stability Report, apríl 2011, s. 21 (graf 1.21).

14 V Čechách predstavoval podiel úverov na bývanie v cudzej mene na celkovom objeme úverov na bývanie ku koncu roka 2010 len 1,06 %.



ciový trh) a makroekonomickú výkonnosť. Hoci situácia na finančných trhoch dotknutých krajín strednej a východnej Európy je momentálne pokojná (pozornosť investorov sa viac sústreďí na riziko suverénnych štátov eurozóny), nedávne

skúsenosti s prelievaním nestability finančných trhov z jednej krajiny EÚ do inej by malo byť signálom pre efektívne riešenie problému úverovania v cudzích menách, najlepšie koordinovane na úrovni EÚ.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 2

VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2 VÝVOJ EKONOMIKY SR Z HĽADISKA VPLYVU NA FINANČNÚ STABILITU

2.1 CELKOVÝ VÝVOJ EKONOMIKY SR

Domáce makroekonomické podmienky sa v roku 2010 zlepšovali a SR zaznamenala návrat na rastovú trajektóriu. Štruktúra rastu domácej ekonomiky v roku 2010, v ktorej dominoval rast čistého exportu, potvrdila závislosť na zahraničnom dopyte a kondícii obchodných partnerov. Determinujúcim faktorom budúceho vývoja bude dopyt a jeho kvalita. Od toho závislý rast potenciálu slovenskej ekonomiky sa môže zrýchľovať v strednodobom horizonte. V roku 2011 NBS očakáva pokračujúci rast ekonomickej aktivity, ktorý by mal byť vzhľadom na konsolidáciu verejných financií nižší ako v roku 2010.

Obnovenie podnikateľskej dôvery spolu s rastom ziskovosti podnikov sa prejavilo zvyšovaním investičného dopytu. Obnovila sa úverová aktivita aj voči nefinančným podnikom.

Pozitívom je, že aj pri oživení sa zachoval prebytok obchodnej bilancie a deficit bežného účtu platobnej bilancie vzrástol len mierne. Poklesla aj úroveň zadlženosti súkromného sektora voči zahraničiu, zvýšenie zadlženia domácej ekonomiky podmienil vývoj v sektore verejnej správy. Problematickým bol vývoj verejných financií, keďže sa nenaplnili predpoklady začiatku konsolidácie a deficit verejných financií bol aj v roku 2010 veľmi vysoký a dlh verejného sektora ďalej vzrástol.

Slovensko si počas krízy dôvery v suverénne štáty udržalo dôveru trhov, takže sa financovalo za pomerne priaznivých podmienok a vývoj spreadov vládnych dlhopisov nebol výraznejšie negatívne ovplyvnený. Významné ratingové agentúry hodnotili Slovensko na úrovni A+¹⁵ so stabilným výhľadom.

Ekonomika SR sa v roku 2010 vrátila na rastovú trajektóriu.

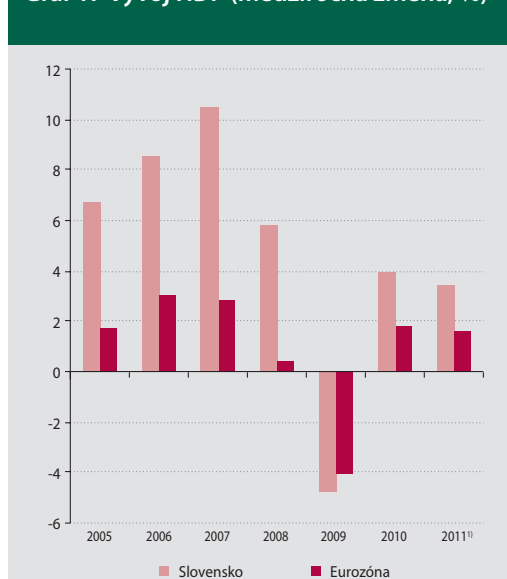
Reálny HDP vzrástol v roku 2010 medziročne o 4 %. Prorastovo pôsobil hlavne zahraničný dopyt. Rast domáceho dopytu podporil najmä

vplyv cyklu zásob a investičný dopyt pri stagnácii spotreby domácností a konečnej spotreby verejnej správy. Keďže oživenie ekonomiky sa na trhu práce začalo prejavovať až v závere roka, dosiahnutý rast produktivity práce v roku 2010 súvisel s rastom HDP pri nižšom počte zamestnancov. Jednotkové náklady práce poklesli vzhľadom na rast reálnej produktivity práce predstihujúci rast reálnych miezd. Ekonomika sa nachádzala pod svojou potenciálnou úrovňou. Návrat slovenskej ekonomiky k potenciálu NBS predpokladá v horizonte roku 2013¹⁶.

Historicky nízka miera inflácie sa postupne zvyšovala.

Nízka miera inflácie – v prvých mesiacoch roka negatívna – sa v priebehu roka zvyšovala. Predpokladá sa, že oživenie ekonomickej aktivity v domácom prostredí ako aj vplyv úpravy daní spolu so zrýchľovaním tempa rastu cien potravín, komodít a energetických surovín na globálnych trhoch sa v roku 2011 prejaví výraznejším nárastom inflácie.

Graf 17 Vývoj HDP (medziročná zmena, %)



Zdroj: ŠÚ SR, EK: Economic Forecast, Spring 2010.
1) Prognóza EK.

15 A+ podľa SP, A1 Moody's, A+ Fitch.
16 Predikcia NBS 1. Q 2011.

Graf 18 Vývoj produktivity práce a miezd (medziročná zmena, %)


Zdroj: ŠÚ SR.

Oslabovanie eura aj nízka inflácia prispeli k udržiavaniu priaznivej pozície cenovej konkurencieschopnosti.

Cenová konkurencieschopnosť slovenského exportu, meraná indexom nominálneho efektívneho kurzu (NEER) sa v roku 2010 zlepšovala. Oslabenie NEER spolu s pôsobením záporného

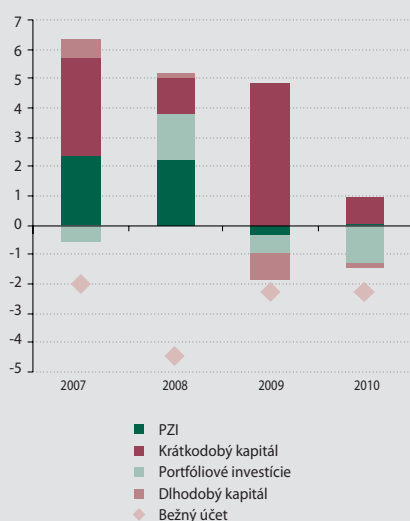
inflačného diferenciálu – v porovnaní s krajinami väčšiny relevantných obchodných partnerov – viedlo k oslabeniu reálneho efektívneho výmenného kurzu. Pozitívnu je aj skutočnosť, že trhovú podiel slovenského vývozu na dovoze EÚ nebol krízou negatívne ovplyvnený.

Bilancia bežného účtu sa výraznejšie nezmenila.

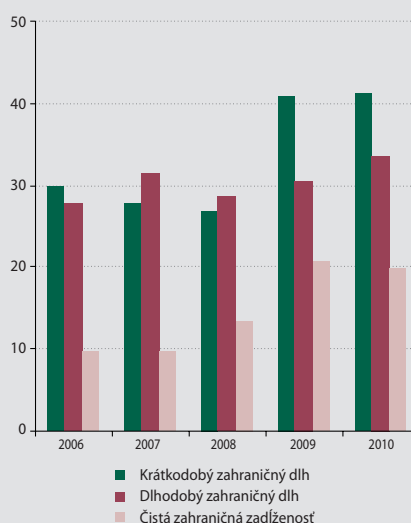
Deficit bežného účtu mierne klesol na úroveň 3,5 % HDP. Zachoval sa prebytok obchodnej bilancie, aj keď na nižšej relatívnej úrovni (0,2 % HDP) ako v roku 2009, pri raste objemu dovozu aj vývozu tovaru. Poklesol deficit bilancie služieb a bežných transferov pri marginálnom zhoršení bilancie výnosov (kde nárast platieb dividend zahraničným investorom bol kompenzovaný rastom úrokových výnosov v sektore NBS).

Prílev zdrojov na kapitálovom a finančnom účte ďalej poklesol.

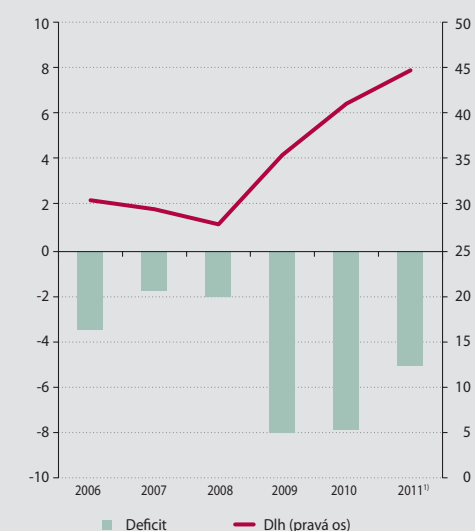
Prebytok kapitálového a finančného účtu sa znížil na úroveň 538,4 mil. €. Obnovil sa prílev PZI najmä zvýšením záväzkov voči materským podnikom, pri poklese investovania nerezidentov formou majetkovej účasti. Čistý odlev prostriedkov v kategórii portfóliových investí-

Graf 19 Krytie deficitu bežného účtu (mld. EUR)


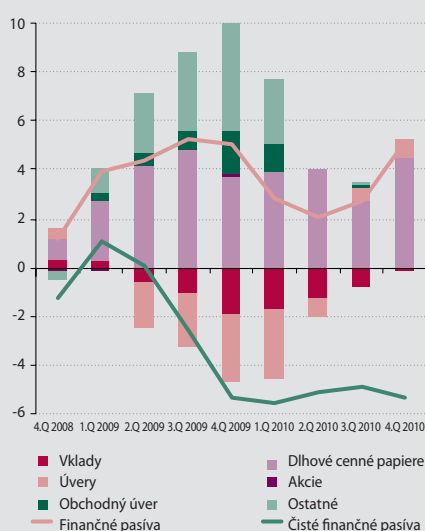
Zdroj: NBS.

Graf 20 Zahraničná zadlženosť (% HDP)


Zdroj: NBS.

Graf 21 Deficit a dlh verejnej správy (% HDP)


Zdroj: ŠÚ SR, EK.
1) Prognóza EK.

Graf 22 Finančné pasíva sektora verejnej správy (mld. EUR)


Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.
Poznámka: Transakcie kumulované za štyri štvrťroky.

cií bol spôsobený najmä nárastom záujmu rezidentov o zahraničné cenné papiere a nižším záujmom nerezidentov o vládne cenné papiere. Prílev zdrojov v kategórii ostatných krátkodobých investícií súvisel so splácaním pôžičky NBS od Eurosystemu prostredníctvom TARGET2. Zavedenie eura vyvolalo odlev krátkodobých vkladov nerezidentov z účtov v bankách na Slovensku.

Pretrvávajúca tendencia rastu zadlženosti voči zahraničiu.

Hrubá zahraničná zadlženosť ku koncu roka 2010 vzrástla na 74,8 % HDP. Podiel krátkodobého dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu poklesol na 55,1 %. Dlžnícka pozícia SR voči zahraničiu sa v čistom vyjadrení marginálne znížila.

Zámier začať konsolidovať rozpočet verejných financií už v roku 2010 nebol naplnený.

Deficit rozpočtu verejných financií dosiahol v roku 2010 úroveň 7,9 % HDP a opäťovne prekročil rozpočtový cieľ (na úrovni 5 %). Vláda si stanovila

náročný cieľ dosiahnuť deficit pod 3 % HDP v roku 2013.

Štát sa financoval bez problémov.

V roku 2010 štát financoval historicky najvyšší objem zdrojov, v hodnote 9,5 mld. €. Predajom dlhopisov štát získal 7,044 mld. €, zvyšok získal z predaja štátnych pokladničných poukážok a úverov so splatnosťou do 1 roka. ARDAL realizoval dve benchmarkové emisie dlhopisov so splatnosťou 10 a 15 rokov. Napriek turbulenciám na európskom trhu SR získala zdroje za veľmi priaznivých podmienok, keď priemerná úroková sadzba dlhopisov emitovaných v roku 2010 bola na úrovni 3,5 % p. a. Riziková prirážka na slovenské dlhopisy mala mierne rastúci trend.

V štruktúre financovania sektora verejnej správy prevládalo financovanie prostredníctvom dlhodobých dlhových cenných papierov, mierne vzrástlo financovanie krátkodobými zdrojmi.

Box 1

VÝVOJ DLŽNÍCKEJ POZÍCIE SEKTOROV EKONOMIKY SR V ROKU 2010

Celkové zadĺženie slovenskej ekonomiky na konci roka 2010 dosiahlo 57 % HDP (37,6 mld. €). Čistý dlh sektora nefinančných korporácií poklesol, dlh sektora verejnej správy vzrástol (sek-

tor finančných inštitúcií mal takmer vyrovnanú pozíciu). Veriteľská pozícia sektora domácností a neziskových inštitúcií slúžiacich domácnostiam sa v relatívnom vyjadrení mierne znížila.

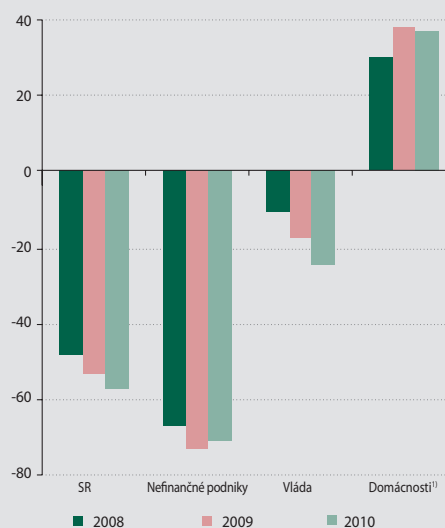
Graf A Stavby finančných aktív a pasív (mil. EUR)



Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.

1) Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

Graf B Čisté pôžičky poskytnuté / prijaté (% HDP)



Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.

1) Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

2.2 STREDNODOBÉ RIZIKÁ Z DOMÁCEHO MAKROEKONOMICKÉHO PROSTREDIA

Potenciálne riziká pre finančnú stabilitu v domácom prostredí sú spojené najmä:

- s vývojom verejných financií,
- s možnosťou nižšieho než očakávaného rastu potenciálu ekonomiky.

Riziká z domáceho makroekonomického prostredia pretrvávajú.

V roku 2010 sa obnovil rast domácej ekonomiky, čo napomohlo stabilizovať finančnú pozíciu (časti) nefinančných spoločností. Do príjmov domácností sa oživenie zatiaľ výraznejšie nepremietlo. Pozitívom je pomerne krátke trvanie recesie, v porovnaní s ostatnými ekonomikami eurozóny. Aj napriek náročným podmienkam

fungoval finančný systém na Slovensku stabilne.

Pretrvávajú riziká vyplývajúce zo zhoršovania pozície verejných financií na Slovensku. V najbližšom období bude situáciu determinovať konsolidácia verejných financií. Táto bude v závislosti od jej rozsahu a časovania znamenať negatívny dopytový šok s dopadmi na vývoj disponibilných príjmov domácností, eventuálne aj nezamestnanosti a na vývoj nákladov podnikov.

Pre realizáciu konsolidácie verejných financií je dôležité, do akej miery sa obnoví rast potenciálu ekonomiky. Ak by sa rast potenciálu spomalil, stabilizovanie dlhových pomerov sa pre krajinu stáva náročnejším. Redukcia dlhu musí byť vo väčšej miere dosahovaná príspevkami primárnej bilancie a platbou úrokov.¹⁷ Revízie potenciálu odhaľujú, že hodnotenie predkrízovej štrukturálnej

¹⁷ Vývoju dlhovej pozície sektora verejnej správy sa venuje príloha 2.



pozície bolo nadmerne optimistické a deficit verejných financií je do veľkej miery štrukturálnym problémom. Znamená to, že opätovné oživenie môže napomáhať znižovaniu deficitu v obmedzenej miere. Straty daňových príjmov môžu byť trvalé, resp. dlhodobé, keďže viaceré daňové príjmy (z finančných aktív, nehnuteľností) v čase boomu nadhodnocovali príjmovú stránku rozpočtu.

Náprava nerovnováh v bilancii sektora je však nevyhnutná. 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.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 3

VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

3 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

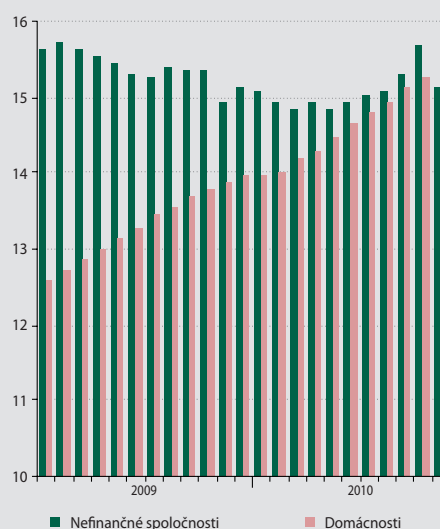
Financovanie nefinančných spoločností (podnikov) a domácností domácim bankovým sektorom sa v roku 2010 obnovilo, hoci vývoj úverov podnikom bol pomerne heterogénny. Rast bol zaznamenaný hlavne v druhom polroku, keď sa zvyšovala úverová aktivita bánk aj voči nefinančným podnikom. Rast úverov domácnostiam sa v roku 2010 zrýchlil. Z novoposkytnutých úverov domácnostiam rástli najmä úvery na bývanie, v menšej miere rástli aj spotrebiteľské úvery.

3.1 VÝVOJ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ

Väčšina indikátorov podnikateľskej dôvery sa vracala ku predkrízovým úrovňam.

Pozitívny obrat v náladách sa udržal v priemysle, službách a v maloobchode. V hodnotení podnikateľskej klímy v stavebníctve naďalej pretrvával pesimizmus. Podobne aj väčšina ostatných krátkodobých indikátorov indikova-

Graf 24 Stav úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

la pokračovanie oživovania ekonomickej aktivity.

Graf 23 Investície nefinančných spoločností a domácností (index, ROMR = 100)

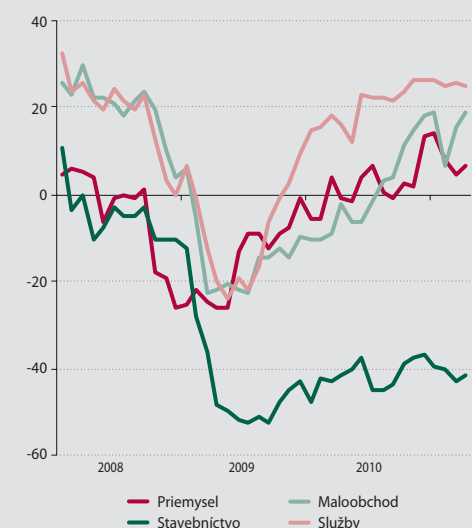


Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 25 Produkcia, tržby a investície (index, ROMR = 100)



Zdroj: ŠÚ SR.

Graf 26 Konjunkturálne indikátory


Zdroj: Eurostat.

Oživenie ekonomiky sa odrazilo v opätovnom raste ziskovosti.

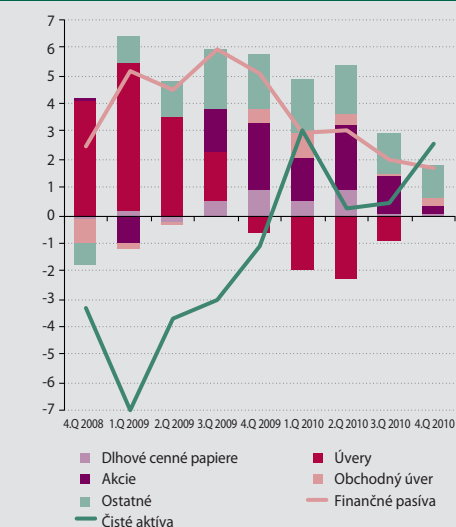
Nefinančné podniky zaznamenali rast ziskov v porovnaní s rokom 2009 o 30,4% na 8 590 mil. €. Najväčší podiel na tvorbe zisku mali podniky v priemyselnej výrobe, v odvetví dodávky elek-

triny a plynu a v obchode. Priaznivejšie prostredie pre realizáciu investičných zámerov sa odrazilo v obnove investičnej aktivity a dopyte po úverových zdrojoch.

Nefinančné spoločnosti znižovali svoju zadlženosť.

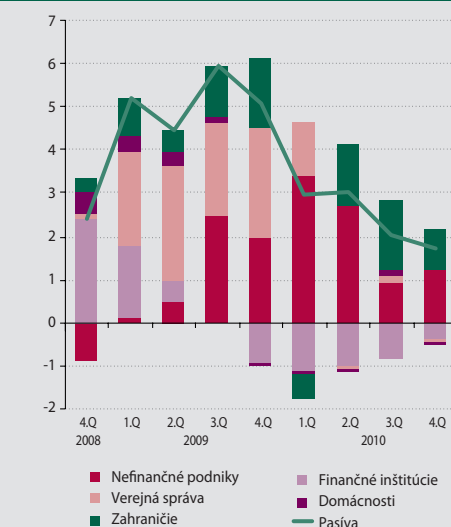
Hospodárska kríza si vyžiadala zmeny v bilanciách podnikov. Problematickejšie získavanie externých zdrojov financovania sa premietlo do poklesu zadlženosti nefinančných podnikov v pomere k HDP aj na základe indikátora pasíva/finančné aktíva.

V štruktúre financovania podnikov sa zvyšoval podiel financovania trhovými nástrojmi, najmä majetkovými cennými papiermi. Dlhové financovanie oproti minulosti pokleslo, pričom podniky preferovali emisie dlhových cenných papierov a obchodné úvery a znižovali úverové záväzky. Diverzifikácia zdrojov financovania sa týka hlavne veľkých podnikov a podnikov v medzinárodnom vlastníctve. Malé a stredné podniky boli závislejšie na úverovom financovaní. Oproti minulosti sa znížil podiel financovania veriteľmi z domácej ekonomiky, najmä finančnými inštitúciami. Zvýšil sa podiel financovania medzi podnikmi navzájom.

Graf 27 Financovanie podnikov podľa nástrojov (mld. EUR)


Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Transakcie kumulované za štyri štvrťroky.

Graf 28 Financovanie podnikov podľa sektorov (mld. EUR)


Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.

Poznámka: Transakcie kumulované za štyri štvrťroky.

3.2 VÝVOJ V SEKTORE DOMÁCNOSTÍ

Ekonomická situácia domácností bola v roku 2010 poznačená málo priaznivým vývojom na trhu práce a stagnáciou disponibilného príjmu.

Dôvera spotrebiteľov sa v prvom polroku 2010 čiastočne obnovovala, v druhom polroku sa však opätovne zhoršila vzhľadom na rast obáv ohľadom očakávanej hospodárskej situácie krajiny a budúcej finančnej situácie domácností. Situácia na trhu práce sa v priebehu roka mierne zlepšovala. Miera nezamestnanosti poklesla a pozitívom je mierny nárast ponuky voľných pracovných miest.

Hrubý disponibilný príjem domácností stagnoval. Mierne sa zvýšil rast príjmov z práce a podnikania, ktoré sú pre splácanie záväzkov domácností kľúčové. Rast miery úspor domácností, evidentný v období recesie, sa zastavil. Domácnosti boli tiež opatrnejšie pri investičných rozhodnutiach, keď miera investícií stagnovala. Nízky rast nominálnych miezd sa v nízkoinflačnom prostredí premietol do kladného, hoci nízkeho rastu reálnych miezd.

Graf 29 Miera úspor a investícií (% HDD)



Zdroj: ŠÚ SR, výpočty NBS.

1) Medziročná zmena.

2) Bez penzijných fondov.

Poznámky: HDD – hrubý disponibilný dôchodok. Miera úspor a investícií – anualizované.

Graf 30 Nezamestnanosť a voľné pracovné miesta (%)



Zdroj: ŠÚ SR.

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

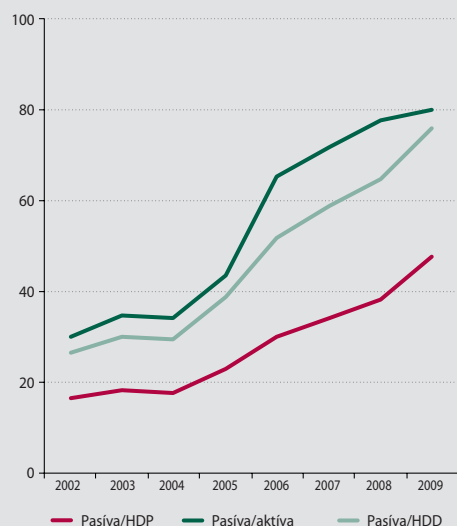
Zadlžovanie domácností

Akumulácia úspor v roku 2009 ovplyvnila spomalenie tempa zadlžovania sa, meraného pomerom pasív voči finančným aktívam. Spomalením rastu disponibilných dôchodkov sa však výraznejšie zhoršil pomer pasív voči hrubému disponibilnému dôchodku.

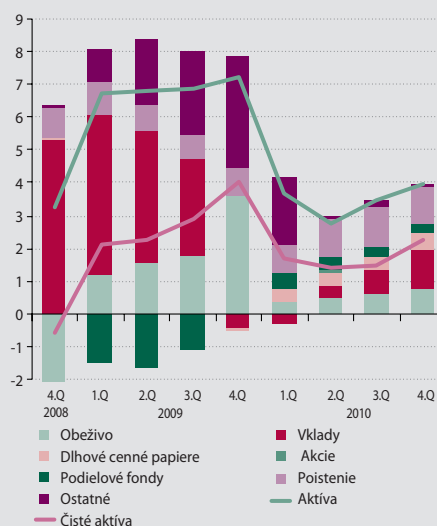
Schopnosť domácností, ktoré majú úvery, priebežne splácať dlhy (pasíva) bola na agregátnej úrovni dostatočná, pomer úverových splátok k disponibilnému príjmu bol na úrovni 26 %.

Prírastok finančných aktív sa v porovnaní s rokom 2009 spomalil. V štruktúre finančných aktív domácností opätovne rástol podiel rizikovejších produktov, ktorých výnosovosť sa obnovila. Hlavne v druhom polroku sa zvyšoval aj objem termínovaných vkladov.

Časť domácností využívala nízke úrokové sadzby na refinancovanie záväzkov z minulosti, v druhom polroku sa obnovil aj rast nových úverov. Pokles úrokových sadzieb motivoval domácnosti vo zvýšenej miere využívať dlhšie fixácie úrokových sadzieb. Opatrnejší prístup domácností k výdavkom na spotrebu bol sprevádzaný nižším dopytom po spotrebiteľských úveroch.

Graf 31 Ukazovatele zadlženosti domácností (%)


Zdroj: ŠÚ SR, Eurostat.

Graf 32 Finančné aktíva domácností¹⁾ (mld. EUR)


Zdroj: NBS, štvrťročné finančné účty.

1) Domácnosti a neziskové inštitúcie slúžiace domácnostiam.

Poznámka: Transakcie kumulované za štyri štvrťroky.

3.3 STREDNODOBÉ RIZIKÁ V SEKTORE NEFINANČNÝCH KORPORÁCIÍ A DOMÁCNOSTÍ

Orientácia bankového sektora na úverovanie sektora nefinančných korporácií a domácností znamená vysoké vystavenie sa bánk voči kreditnému riziku z týchto úverov.

Strednodobé riziká súvisia najmä:

- s finančnou pozíciou nefinančných podnikov orientovaných na domácu ekonomiku,
- s napätím v rozpočtoch zadlžených domácností,
- so slabším spotrebiteľským dopytom vzhľadom na dosah fiškálnych opatrení na vývoj disponibilných dôchodkov domácností.

Strednodobé riziká v sektore nefinančných spoločností a domácností pretrvávajú.

V roku 2010 sa vytvoril priestor na tvorbu ziskov a rezerv v bilanciách nefinančných spoločností,

orientovaných na export. Problematickou je naďalej pozícia podnikov orientovaných na domácu ekonomiku, vzhľadom na nízky spotrebiteľský dopyt.

Bilancia sektora domácností nepredstavovala pre finančnú stabilitu výraznejší zdroj rizík, rastúce vystavenie sa domáceho bankového sektora úverovaním domácností však do budúcnosti potenciálne zvyšuje význam kreditného rizika domácností.

Zatiaľ chýba jednoznačné zlepšenie situácie na trhu práce, ktoré je potrebné na zlepšenie finančnej pozície domácností. Vývoj v roku 2010 naznačuje, že domácnosti pri stagnácii rastu disponibilných príjmov a v snahe pokrývať nevyhnutné výdavky nemajú kapacity aj na tvorbu úspor. Pokiaľ sa v budúcnosti rast príjmov nezvýši, nízky spotrebiteľský dopyt môže naďalej obmedzovať tvorbu ziskov v odvetviach, ktoré sú na ňom závislé.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 4

VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

4 VÝVOJ A RIZIKÁ VO FINANČNOM SEKTORE

V roku 2010 boli podmienky v slovenskom finančnom sektore podstatne priaznivejšie než v roku 2009. Prejavilo sa to rastom objemu aktív spravovaných inštitúciami regulovanými Národnou bankou Slovenska (NBS), medziročne o 5,1 % na hodnotu 72,7 mld. €. Najväčší medziročný nárast aktív zaznamenali dôchodkové fondy a fondy kolektívneho investovania (graf 33). Rast aktív v bankovom sektore sa v roku 2010 obnovil po tom, ako v roku 2009 došlo k jeho výraznejšiemu poklesu z dôvodu efektov ekonomickej krízy a prechodu na euro (odlev prebytočných krátkodobých vkladov zahraničných bánk). Tempo rastu aktív bankového sektora v roku 2010 však výrazne zaostávalo za hodnotami z rokov 2005 až 2008. Aj tvorba zisku vo finančnom sektore zaznamenala v roku 2010 medziročné zlepšenie. Výnimkou bol len sektor poisťovní, kde zisk medziročne mierne klesol.

4.1 BANKOVÝ SEKTOR

Bankový sektor v roku 2010 medziročne zdvojnásobil ziskovosť vyjadrenú ROE, no tento fakt treba vnímať v kontexte jej výrazného prepadu v roku 2009. Ziskovosť bankového sektora v roku

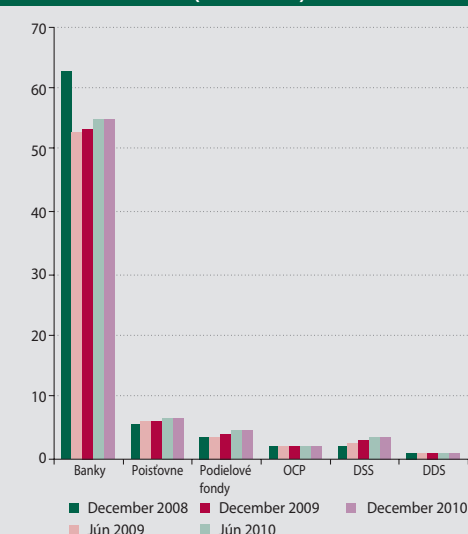
2010 však výrazne zaostávala za predkrízovými úrovňami. Prehĺbila sa orientácia sektora na domácnosti, čo bolo sprevádzané nárastom konkurenčného boja medzi bankami ako na strane úverov, tak aj vkladov. Financovanie podnikov stagnovalo a banky viac investovali do cenných papierov, najmä štátnych. Stresové testovanie potvrdilo dobrú odolnosť bankového sektora voči šokom. Dominantným ostáva kreditné riziko podnikov, no niektoré banky vykázali vyššiu citlivosť aj pri úveroch domácnostiam.

4.1.1 DÔLEŽITÉ TRENDY V BILANCI BANKOVÉHO SEKTORA

V priebehu roka 2010 došlo k oživeniu na trhu financovania bývania.

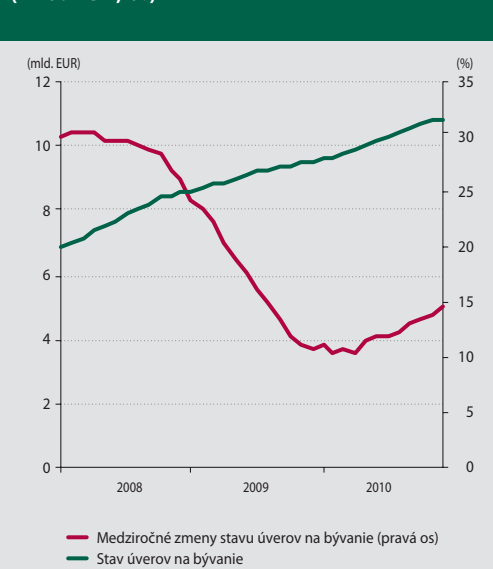
S opätovným zrýchlením tempa rastu stavu úverov na bývanie súviselo výrazné zvýšenie objemu nových úverov (grafy 34, 35). Na začiatku roka sa značný prírastok nových úverov prejavil na raste stavu úverov v menšej miere, pretože išlo najmä o masívne refinancovanie starých úverov novými v období nízkych úrokových sadzieb. V druhom polroku vzhľadom na pretrvávajúce priaznivé podmienky trend refinancovania pokračoval, no už sa vo výraznejšej miere objavili aj nové úve-

Graf 33 Objem aktív alebo spravovaného majetku v jednotlivých segmentoch finančného trhu (mld. EUR)

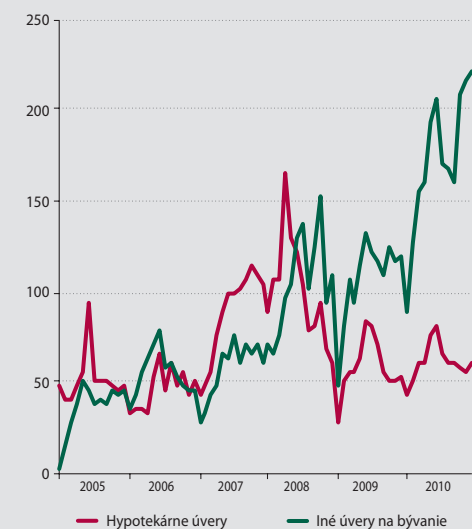


Zdroj: NBS.

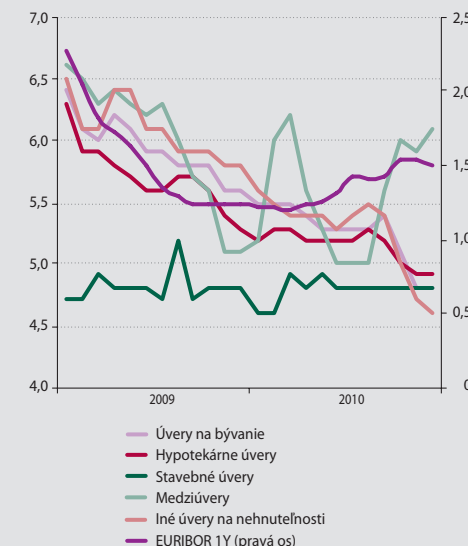
Graf 34 Úvery domácnostiam na bývanie (mld. EUR, %)



Zdroj: NBS.

Graf 35 Nové hypotekárne a iné úvery na bývanie (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 36 Úrokové sadzby na nové úvery na bývanie (%)


Zdroj: NBS.

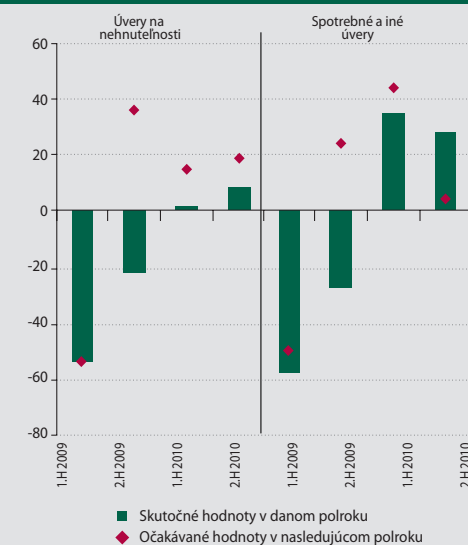
ry poskytnuté na priamy nákup nehnuteľností na bývanie. Najmä v poslednom štvrtroku 2010 sa to prejavilo aj na náraste transakcií s novými bytmi.

Silný konkurenčný boj medzi bankami, v podobe zníženia sadzieb a uvoľnenia úverových štandardov, podporil dopyt klientov po nových úveroch na bývanie.

Priemerná vážená sadzba za bankový sektor pomerne výrazne poklesla, a to aj napriek tomu, že medzibankové úrokové sadzby v rovnakom období rástli (graf 36). Tento vývoj bol v rozpore s dlhodobým správaním sa bánk pri stanovovaní úrokových sadzieb. Banky teda v druhom polroku 2010 výrazne zintenzívnili boj o klientov, čo sa prejavilo aj na zmiernení štandardov pri požiadavke na zabezpečenie.¹⁸ Uvoľňovanie úverových štandardov na úvery domácnostiam malo v druhom polroku 2010 plošnejší charakter než v prvom polroku (graf 37). Zostrený konkurenčný boj medzi bankami pravdepodobne súvisí so stratou trhových podielov niektorých bánk počas krízy v prvom polroku 2009. Po stabilizácii makroekonomického vývoja je snahou týchto bánk opätovne získať trhové podiely. K zmene v správaní došlo aj na strane klientov, ktorí výraznejšie než v minulosti začali reagovať na rozdiely vo výške sadzieb v rôznych skupinách bánk.

Rastúca konkurencia medzi bankami sa prejavila aj na strane vkladov domácností pričom sa menila ich štruktúra v prospech termínovaných vkladov s dlhšou maturitou.

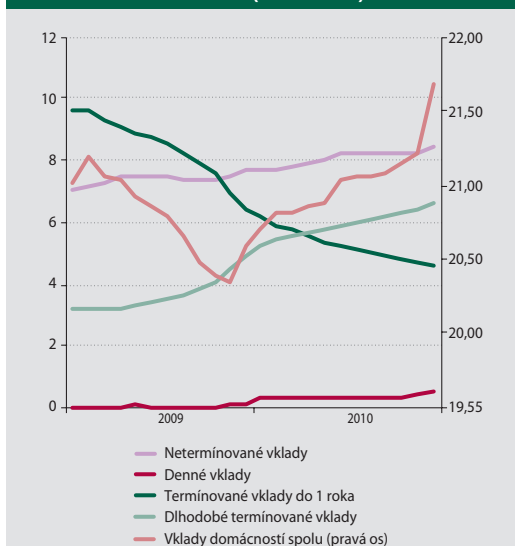
Klienti prejavovali v roku 2010 záujem o termínované vklady s dlhšou dobou viazanosti

Graf 37 Úverové štandardy na úvery domácností


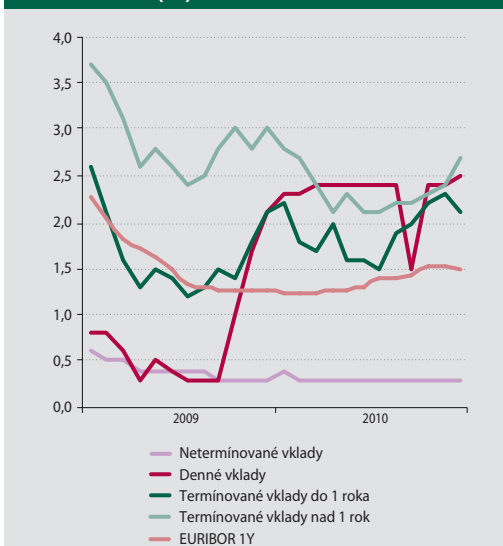
Zdroj: NBS.

Poznámka: Údaje sú uvedené vo forme čistého percentuálneho podielu, kladná hodnota znamená zmiernenie štandardov. Zmeny štandardov vyjadrujú subjektívny pohľad bánk.

¹⁸ Viacero bánk zvýšilo objem nových úverov s LTV (pomer výšky úveru k hodnote zabezpečenia) v intervale od 80 % do 100 %.

Graf 38 Vklady domácností (rezidentov) v bankovom sektore (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 39 Úrokové sadzby na nové vklady domácností (%)


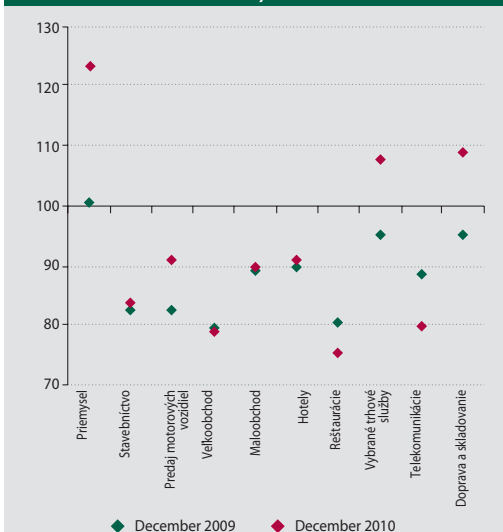
Zdroj: NBS.

(graf 38). Naopak klesal záujem o termínované vklady do 1 roka. Výrazný prírastok zaznamenal aj nový segment termínovaných vkladov – denný vklad, kde dominantnú pozíciu má jedna menšia banka. Tieto zmeny v štruktúre termínovaných vkladov boli výsledkom rastúcej konkurencie prostredníctvom úrokovej politiky bánk. Zvyšovanie úrokových sadzieb na vklady bolo výraznejšie a prejavilo sa skôr ako nárast sadzieb na medzibankovom trhu (graf 39). Podobne ako v prípade úverov, ani toto správanie bánk nebolo v súlade s dlhodobým správaním bánk pri určovaní sadzieb na vklady domácností. Z rastu sektora v druhom polroku najviac ťažili malé banky, čím sa priblížili na trhovú úroveň stredných bánk.

Zlepšenie ekonomických podmienok podnikov v roku 2010 sa len mierne prejavilo na raste ich dopytu po úveroch, čo môže súvisieť aj s rastom financovania podnikov zo zahraničia. Prístup domácich bánk k úverovaniu podnikov ostal opatrný a celkový objem úverov naďalej stagnoval.

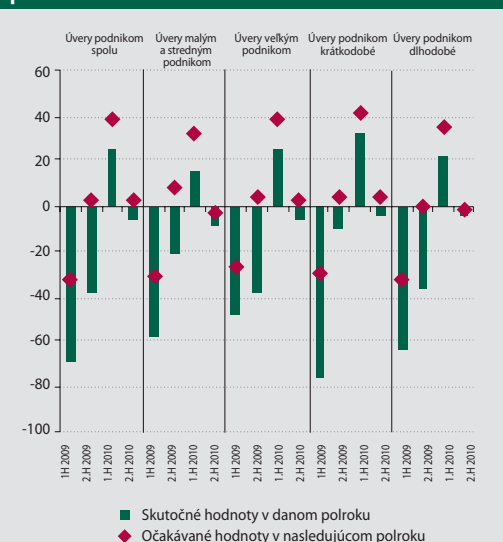
Priaznivý makroekonomický vývoj v roku 2010 sa premietol do rastu tržieb podnikov vo viacerých odvetviach. Predkrízovú úroveň však dosiahli len v niektorých odvetviach (graf 40). Pokles miery nevyužitých kapacít v priemysle vytváral podmienky pre rast dopytu po finančných zdrojoch.

Avšak proti rastu dopytu podnikov po úveroch pôsobil trend znižovania podielu cudzích zdrojov v bilanciách podnikov v prospech navyšovania vlastných zdrojov zo zahraničia.¹⁹ Výsledkom bolo len mierne obnovenie dopytu po úveroch veľkým a malým a stredným podnikom. Na druhej strane, banky svoje úverové štandardy príliš nemennili a ku koncu roka 2010 ostali relatívne prísne

Graf 40 Porovnanie úrovne tržieb vo vybraných odvetviach s rokom 2008 (index, december 2008 = 100)


Zdroj: ŠÚ SR.

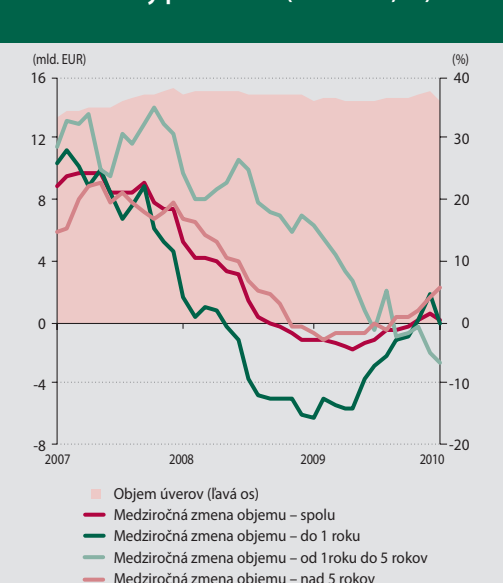
¹⁹ Tento proces (deleveraging) predstavuje korekciu bilancii, ktorú vyvolala finančná kríza.

Graf 41 Úverové štandardy na nové úvery podnikom


Zdroj: NBS.

Poznámky: Údaje sú uvedené vo forme čistého percentuálneho podielu, kladná hodnota znamená zmiernenie štandardov. Zmeny štandardov vyjadrujú subjektívny pohľad bánk.

(graf 41). Z uvedených dôvodov celkový objem úverov podnikom v roku 2010 dosiahol rast len 0,4 % a v podstate tak stagnoval už druhý rok (graf 42). Aj pri ponuke úverov na nehnuteľnosti, ktoré v predkrízovom období patrili k najrýchlejšie rastúcim segmentom úverov nefinančných spoločnostiam, ostali banky v roku 2010 opatrné.²⁰

Graf 42 Úvery podnikom (mld. EUR, %)


Zdroj: NBS.

Podnikové vklady naďalej stagnovali. Vo finančných aktívach firiem rástol podiel finančných aktív podnikov investovaných v zahraničí.

Objem vkladov podnikov sa v roku 2010 príliš nemenil. Podiel finančných aktív podnikov investovaných v zahraničí na ich celkových finančných aktívach medziročne stúpol zo 16 % na 20 %. Prevažne išlo o úvery poskytnuté do zahraničia, pravdepodobne v rámci vlastnej skupiny. Z dlhodobého hľadiska je pohyb na vkladových účtoch podnikov možné interpretovať ako dôsledok zmien v manažmente likvidity skupín, do ktorých patria domáce podniky.

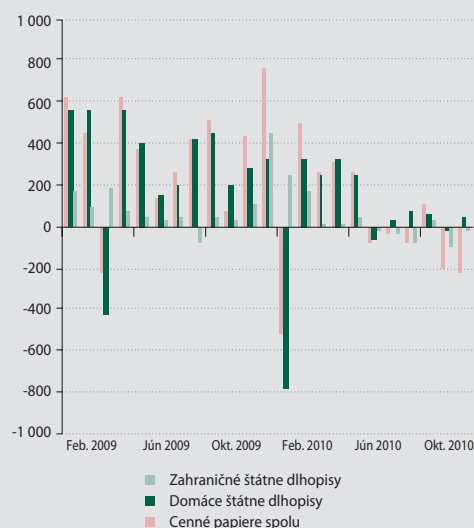
V roku 2010 stúpol objem úverov zahraničným podnikom, no pokračoval pokles objemu úverov finančným sprostredkovateľom.

Takmer výlučne v posledných dvoch mesiacoch roka 2010 bol zaznamenaný nárast objemu úverov zahraničným podnikom. Tento vývoj sa týkal len vybraných bánk. Pokračoval negatívny trend v úverovaní ostatných finančných sprostredkovateľov. Ku koncu roka 2010 dosiahol stav úverov finančným sprostredkovateľom úroveň polovice roka 2004. Vývoj medzi bankami bol však pomerne heterogénny.

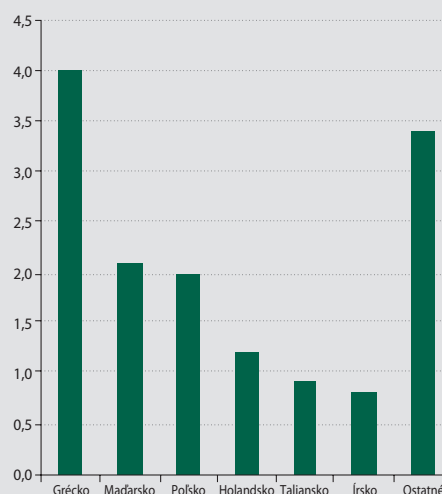
Banky kompenzovali stagnujúce úverovanie podnikov investíciami do cenných papierov, najmä štátnych dlhopisov. Dlhopisy krajín so zvýšeným vnímaním suverénneho rizika boli koncentrované v malom počte bánk. Pokles trhovej hodnoty vybraných dlhopisov zatiaľ výrazne neovplyvnil ziskovosť bankového sektora.

Investície bánk do cenných papierov rástli najmä počas roka 2009. Dôvodom vysokého nárastu investícií do štátnych dlhopisov vo vybraných bankách bola aj existencia zaujímavého úrokového diferenciálu medzi štátnymi dlhopismi a zdrojmi z Eurosystému. Nákupy cenných papierov pokračovali aj počas prvého polroka 2010. V druhej polovici roka 2010 banky už len držali portfólio nakúpených cenných papierov (graf 43). Štátne dlhopisy tvoria 90 % reálnej hodnoty portfólia nakúpených cenných papierov a v rámci nich dominovali slovenské štátne dlhopisy. Z ostatných krajín mali významnejšie zastúpenie štátne dlhopisy Grécka, Poľska, Maďarska, Írska a Talianska (graf 44). Prevažná časť týchto dlhopisov sa však nachádzala v portfóliách malého počtu

²⁰ Kým v roku 2008 medziročný rast tohto portfólia dosiahol 33 %, v roku 2010 to bolo len 3,6 %.

Graf 43 Zmeny v stave portfólia cenných papierov bánk (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

Graf 44 Podiel zahraničných dlhových cenných papierov na celkovom objeme dlhopisov podľa štátov k 31. 12. 2010 (%)


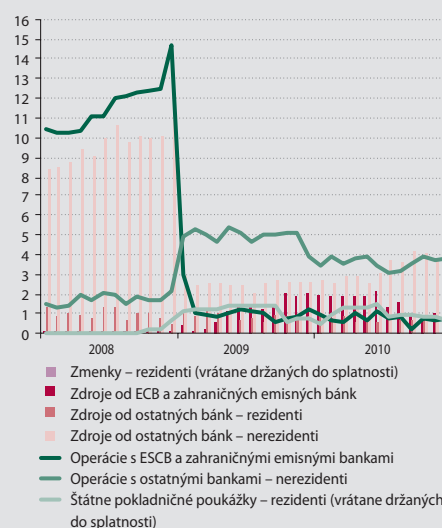
Zdroj: NBS.

bánk. Z hľadiska portfóliového členenia sa väčšina dlhopisov nachádzala v portfóliu cenných papierov držaných do splatnosti (*hold to maturity*)(54 %) a v portfóliu na predaj (*available for sale*) (35 %). Na reálnu hodnotu sa teda v roku 2010 preceňovala oproti zisku/strate iba nepatrná časť dlhopisov. Tieto investície však môžu viesť k značným stratám pre dotknuté banky v prípade, že dôjde k reštrukturalizácii dlhov rizikových krajín. Na trhoch vzrastajú obavy, že niektoré z vysoko zadlžených krajín (Grécko, Portugalsko) nebudú schopné znížiť svoj dlh vzhľadom na vážne štrukturálne problémy ich ekonomík, ktoré im neumožňujú generovať dostatočne rýchly ekonomický rast.

Vývoj na domácom medzibankovom trhu bol naďalej charakterizovaný obchodmi s nerezidentskými bankami, najmä v rámci vlastnej skupiny. Pretrvávala aj pomerne krátka priemerná maturita medzibankových aktív aj pasív.

Medzibankové pasíva a aktíva sa v roku 2010 vyvíjali, podobne ako v minulosti, pomerne volatilne. Najväčšie zmeny v celkovom objeme boli počas roka 2010 v zdrojoch od nerezidentských bánk (graf 45). Aj v roku 2010 významná časť obchodov s nerezidentskými bankami (tak na aktívnej, ako aj na pasívnej strane) bola uzavretá v rámci vlastnej finančnej skupiny. Banky

používali zdroje z medzibankového trhu najmä na investície do likvidnejších aktív (investície na medzibankovom trhu, investície do dlhových cenných papierov, resp. do štátnych pokladničných poukázok, krátkodobé úvery podnikom, verejnej správe), resp. nimi kompenzovali vývoj volatilnejších pasív (krátkodobé vklady od verejnej správy a od podnikov). Prípadná likviditná

Graf 45 Vybrané položky medzibankových aktív a pasív (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

kríza (ako počas globálnej finančnej krízy), keď by sa banky nedostali ku zdrojom od zahraničných bánk, by preto pravdepodobne výrazne neohrozila fungovanie väčšiny bánk na Slovensku. Banky financujú dlhodobejšie aktíva skôr stabilnejšími domácimi zdrojmi.

4.1.2 Ziskovosť

Po prepade o 50 % v roku 2009, čistý zisk bankového sektora k 31. decembru 2010 medziročne narástol o 100 %. Na tomto náraste sa najviac podieľal retailový sektor. Pretrvávajú významné rozdiely v ziskovosti jednotlivých bánk.

Mediánová hodnota ROE sa vrátila takmer na predkrízovú úroveň z rokov 2007 a 2008 (graf 46). Medzikvartilové rozpätie vyjadrujúce heterogenitu ziskovosti v bankovom sektore však stále zostáva pomerne veľké. Dosiahnutý čistý zisk sektora 504 mil. € k 31. decembru 2010 však nezohľadňuje straty z precenenia cenných papierov v portfóliu finančných nástrojov na predaj, ktoré boli v roku 2010 v niektorých bankách pomerne významné. Tieto straty sa zohľadňujú v tzv. úplnom výsledku hospodárenia.²¹ V roku 2010 dosiahli hodnotu 13 % vykázaného zisku, najmä z dôvodu negatívneho precenenia štátnych dlhopisov emitovaných krajinami s vyšším

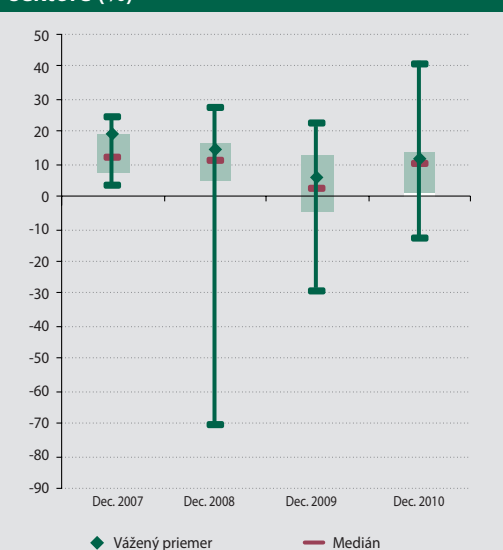
rizikom držaných v tomto portfóliu. Zisk sektora podporili najmä retailové operácie – vzrástli úrokové aj neúrokové výnosy (graf 47). Banky profitovali z rastúceho objemu retailových úverov a klesajúcej nákladovosti vkladov obyvateľstva. Bankám sa zvýšili aj úrokové príjmy z investícií do cenných papierov, najmä vďaka nárastu objemu dlhových cenných papierov. Ďalším dôležitým faktorom rastu zisku v roku 2010 bol pokles nákladov na tvorbu opravných položiek. Trend poklesu podielu opravných položiek na zlyhaných úveroch sa v roku 2010 zastavil na hodnote približne 73 %.

4.1.3 POŽIADAVKA NA VLASTNÉ ZDROJE

V roku 2010 sa oproti roku 2009 spomalilo navyšovanie vlastných zdrojov. Stúpila najkvalitnejšia zložka vlastných zdrojov bánk a oživenie úverovej aktivity sa prejavilo na raste rizikovo vážených aktív. Výsledkom je pokles ukazovateľa kapitálovej primeranosti za sektor.

Celkové vlastné zdroje bankového sektora sa medziročne zvýšili o 4,0 %. Nárast objemu vlastných zdrojov za rok 2010 dosiahol len 47 % navýšenia objemu za rok 2009. Toto zmiernenie tempa nárastu vlastných zdrojov súviselo najmä s nižším ziskom v roku 2009 v porovnaní

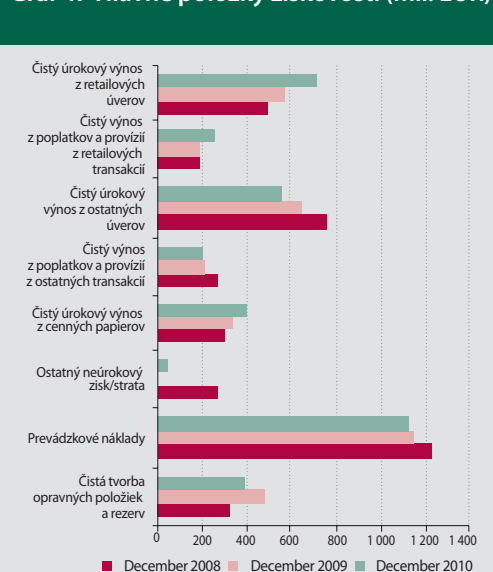
Graf 46 Rozdelenie ROE v bankovom sektore (%)



Zdroj: NBS.

Poznámky: Na grafe je zobrazený medián, vážený priemer, medzikvartilové rozpätie, minimum a maximum hodnôt ROE za jednotlivé banky. V grafe nie sú zahrnuté pobočky zahraničných bánk.

Graf 47 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.

²¹ Úplný výsledok hospodárenia predstavuje čistý výsledok hospodárenia znížený o daňovo upravené o oceňovacie rozdiely. Oceňovacie rozdiely predstavujú najmä zmenu reálnej hodnoty cenných papierov účtovaných v portfóliu finančných nástrojov na predaj, ktoré sa v roku 2010 premietli do zmeny vlastného imania, neovplyvnili však vykázaný výsledok hospodárenia. Hoci oceňovacie rozdiely by ovplyvnili výsledok hospodárenia až v čase predaja týchto cenných papierov, vzhľadom na ich možný predaj v krátkom čase je vhodné aj priebežne sledovať ich potenciálny dopad na výsledok hospodárenia.

s predchádzajúcimi rokmi, ako aj s čiastočným upokojením sa situácie na finančných trhoch po celosvetovej finančnej kríze. V priebehu prvých šiestich mesiacov roka 2010 stúpala najmä najkvalitnejšia zložka vlastných zdrojov (Tier 1), a to hlavne prostredníctvom nerozdeleného zisku z minulých rokov (graf 48). V druhom polroku boli vlastné zdroje navýšené najmä prostredníctvom menej kvalitného Tier 2 kapitálu vo forme podriadeného dlhu. Mierny nárast vlastných zdrojov a výraznejší nárast rizikovo vážených aktív sa v druhom polroku 2010 prejavili na poklese ukazovateľa kapitálovej primeranosti. Kým v júni 2010 bol ukazovateľ na úrovni 13,1 %, k decembru už dosiahol hodnotu 12,7 % (graf 48). Kapitálový pomer Tier 1 za bankový sektor dosiahol ku koncu roka 2010 hodnotu 11,5 % (rok pred tým to bolo 11,4 %). Najnižšia hodnota ukazovateľa, dosiahnutá za bankový sektor, predstavovala na konci roka 2010 hodnotu 7,2 %.

4.1.4 RIZIKÁ V BANKOVOM SEKTORE

Obdobie nízkych úrokových sadzieb a možnosť zníženia úverového zaťaženia domácností posilnili v roku 2010 finančnú pozíciu domácností. Spolu so stabilizáciou situácie na trhu práce a obnovením ekonomického rastu to prispelo k zmierneniu kreditného rizika domácností. Na druhej strane, do budúcnosti môže toto riziko

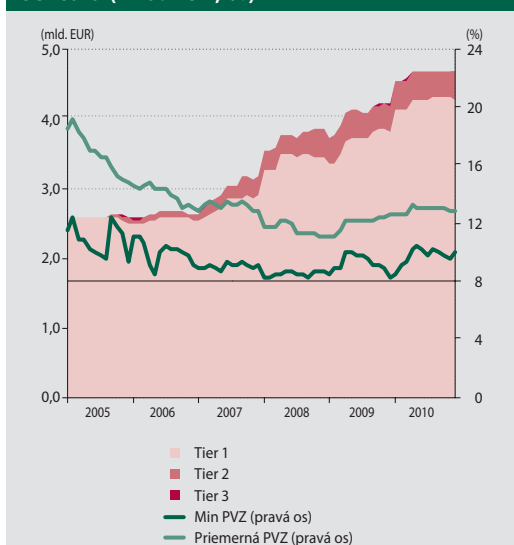
rásť vplyvom zmeny štruktúry nezamestnanosti v neprospech ľudí s vyššími príjmami a vplyvom rastu úrokových sadzieb. Hoci v roku 2010 boli priaznivé podmienky na zmiernenie kreditného rizika podnikov, toto riziko ostáva pre bankový sektor naďalej významné. Dôvodom je veľkosť expozícií bánk voči podnikom, vysoká koncentrácia úverov a vysoká citlivosť podnikov na hospodársky vývoj. Kreditné riziko podnikov ostáva dominantným rizikom bankového sektora. Riziko likvidity v bankovom sektore sa počas roka 2010 výrazne nezmenilo a ukazovatele krátkodobej aj dlhodobej likvidity dosahovali priaznivé hodnoty. V bankovom sektore je najvýznamnejším trhovým rizikom riziko vplyvu zmien úrokových sadzieb na bankovú knihu.

4.1.4.1 Kreditné riziko domácností

Kreditné riziko domácností sa v priebehu roka 2010 zmiernovalo.

Prírastok zlyhaných úverov domácností v bankovom sektore bol v roku 2010 výrazne nižší v porovnaní s rokom 2009. Klesol aj podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch domácnostiam (graf 49). Tento pozitívny vývoj bol však ovplyvnený aj odpredajom alebo odpisovaním zlyhaných pohľadávok.

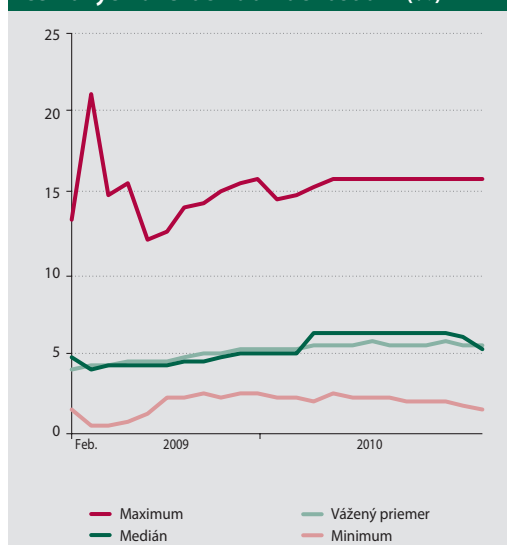
Graf 48 Kapitálová pozícia bankového sektora (mld. EUR, %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: PVZ = primeranosť vlastných zdrojov.

Graf 49 Podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch domácnostiam (%)



Zdroj: NBS.

Hlavnými faktormi poklesu kreditného rizika domácností bola zlepšujúca sa ekonomická situácia, stabilizácia trhu práce a nízke úrokové sadzby.

Pozitívny vplyv na schopnosť domácností splácať úvery mala zlepšujúca sa situácia v zamestnanosti. Pozitívny trend pod vplyvom zlepšených podmienok v globálnej ekonomike bol zaznamenaný v sektore s najväčším počtom zamestnancov, v priemysle. V tomto sektore a takisto v obchode sa očakáva pokračovanie rastu zamestnanosti. Opačný vývoj sa očakáva v sektoroch orientovaných na domácu ekonomiku, t. j. najmä v stavebníctve, službách a verejnom sektore. Prírastky nezamestnaných sa počas roku 2010 stabilizovali, no ku koncu obdobia došlo k zmene v ich štruktúre (graf 50). Nárast prírastkov nezamestnaných vo vyšších príjmových kategóriách je z hľadiska kreditného rizika nepriaznivý faktor, pretože väčšina poskytnutého objemu úverov je koncentrovaná v stredných a vyšších príjmových kategóriách. Obdobie klesajúcich úrokových sadzieb a stále vysoký podiel úverov s krátkou fixáciou na celkovom stave úverov vytváralo podmienky pre zníženie celkového zaťaženia klientov úrokovými splátkami. Od konca roka 2009 a následne aj v priebehu roka 2010 veľa klientov refinancovalo starý úver novým úverom s výhodnejším úročením.

Kreditné riziko môže v najbližšom období rásť z dôvodu rastu úrokových sadzieb a prílišného uvoľňovania úverových štandardov pod vplyvom zvýšenej konkurencie.

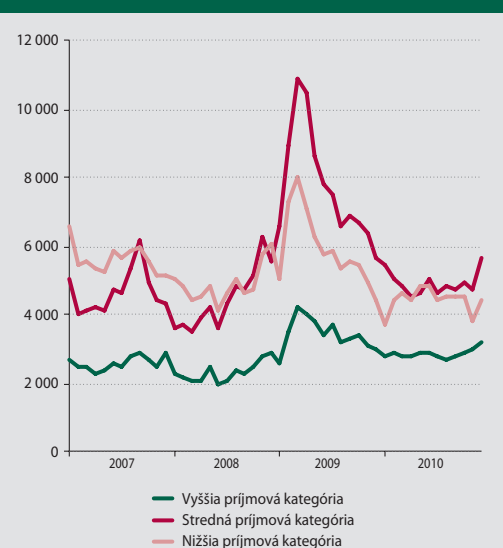
Očakávaný rast úrokových sadzieb bude pôsobiť smerom k nárastu kreditného rizika. Riziká z rastu klientskych sadzieb však budú tlmené prevahou dlhších fixácií úrokových sadzieb pri nových úveroch poskytnutých v roku 2010 a zvýšenou konkurenciou bánk pri poskytovaní úverov. Prílišné uvoľňovanie úverových podmienok (sadzby neadekvátne kvalite klienta, vysoké LTV) pod vplyvom rastúcej konkurencie však zvyšuje riziko úverových strát (graf 51).

4.1.4.2 Kreditné riziko nefinančných spoločností

Pozitívne trendy vo viacerých odvetviach podnikového sektora prispeli k spomaleniu tempa rastu zlyhaných úverov.

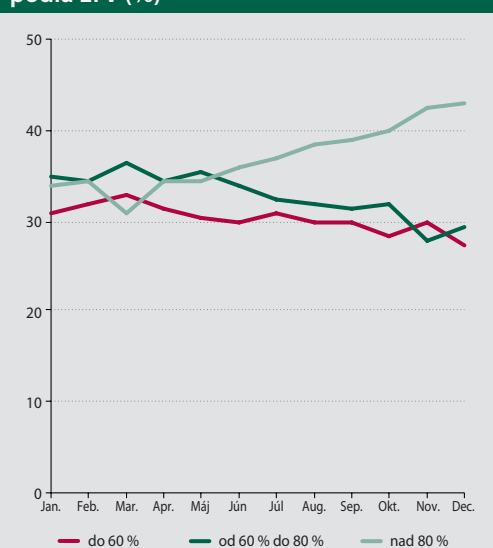
Po prvýkrát od začiatku krízy klesol objem zlyhaných úverov podnikom, keď v posledných dvoch mesiacoch roka 2010 pristúpili viaceré banky k zásadnejšiemu čisteniu portfólií (graf 52). Išlo predovšetkým o odpredaj problémových pohľadávok, v menšej miere boli zlyhané úvery aj odpísané. Tento trend sa prejavil vo väčšine odvetví, v najväčšej miere v segmente dopravy,

Graf 50 Prírastky nezamestnaných



Zdroj: Ústredie práce, sociálnych vecí a rodiny.

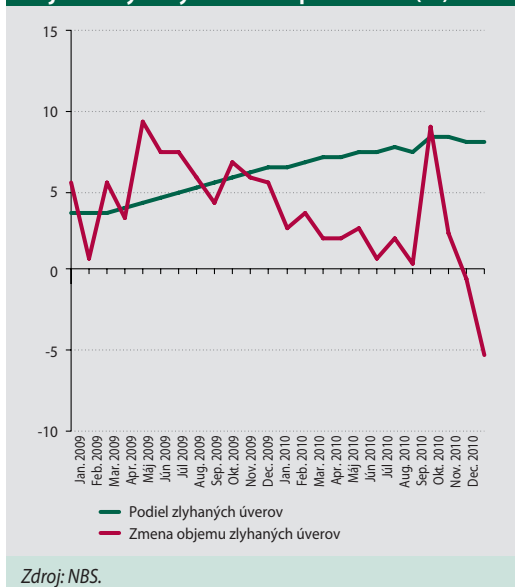
Graf 51 Podiel nových úverov na bývanie podľa LTV (%)



Zdroj: NBS.

Poznámka: LTV – pomer objemu úverov a hodnoty ich zabezpečenia.

Graf 52 Podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch podnikom a medzimesačné zmeny objemu zlyhaných úverov podnikom (%)



Zdroj: NBS.

chemického priemyslu, veľkoobchodu a nehnuteľností.

K zmierneniu kreditného rizika podnikov prispelo zlepšenie hospodárskeho vývoja.

Zlepšujúce sa podmienky v globálnej ekonomike podporili najmä exportne orientované domáce podniky. Prejavilo sa to na raste ich tržieb a celkovom zlepšení podnikateľskej dôvery. Očakávaná ďalšieho rastu priemyselnej aktivity podporujú aj rastúce nové objednávky.

Úvery poskytnuté na výstavbu komerčných nehnuteľností ostávajú veľmi významným zdrojom kreditného rizika.

Pred krízou najrýchlejšie rastúci segment naďalej predstavuje významný zdroj kreditných rizík pre bankový sektor. Dôvodom nie je len veľký objem vystavenia voči tomuto segmentu a jeho vysoká koncentrácia, ale aj slabá transparentnosť trhu s komerčnými nehnuteľnosťami a jeho veľmi nízka likvidita. V roku 2010 nastala určitá stabilizácia kancelárskeho segmentu, keď za nezmenených cien a konštantnej ponuky postupne klesala miera neobsadených priestorov. Kancelársky segment však naďalej ostáva veľmi citlivý najmä v dôsledku vysokej koncentrácie trhu na strane ponuky aj dopytu. Rezidenčný segment tiež za-

znamenal mierne zlepšenie v poslednom štvrtroku, keď stúpol počet predaných bytov a klesla ich celková ponuka. Hlavným problémom ostáva stále vysoký počet projektov, ktoré majú zásadný problém s predajom bytov.

4.1.4.3 Riziko likvidity

Dlhodobá likvidita bankového sektora bola aj v roku 2010 priaznivá a vykazovala stabilný vývoj. Aj krátkodobá likvidita sektora bola stabilná a dosahovala požadované hodnoty.

Ukazovateľ pomeru úverov klientov ku vkladom klientov (*loan-to-deposit ratio*) si aj v roku 2010 zachoval priaznivú hodnotu pod 100 % (graf 53). Počas roka sa príliš nemenil z dôvodu stagnácie portfólia podnikových úverov. V sektore domácností pokračoval trend rýchlejšieho rastu úverov ako vkladov. Pokračovanie tohto trendu v strednodobom horizonte povedie k nedostatku domácich zdrojov pre financovanie úverov a zvýši závislosť bánk od finančných trhov. Napriek tomu, že objektívny časový nesúlad aktív a pasív sa vo viacerých bankách prehĺbil, je pre súčasnú odolnosť bankového sektora pozitívne, že väčšina bánk aj naďalej dokáže financovať dlhodobé úvery prostredníctvom vkladov klientov. V tomto pomere hrajú nezanedbateľnú úlohu emitované HZL,²² ktoré zvyšujú diverzifikáciu a stabilitu zdrojov. Pozitívne sa vyvíjala aj hodnota ukazovateľa stálych a nelikvidných aktív, ktorá bola počas roka 2010 bezpečne pod hranicou 100 % (graf 53).²³ Ukazovateľ likvidných aktív bol počas roka stabilný (graf 54).²⁴ Aj naďalej platilo, že väčšie banky vo všeobecnosti dosahovali nižšie hodnoty.

4.1.4.4 Trhové riziká

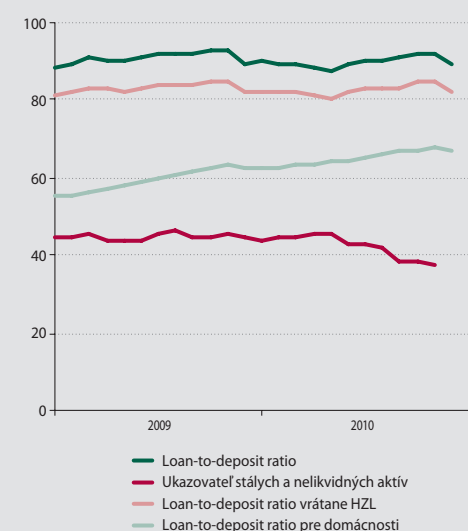
Najvýznamnejším trhovým rizikom pre bankový sektor ako celok ostalo úrokové riziko v bankovej knihe.

Úrokové riziko v bankovej knihe predstavuje riziko postupného poklesu čistých úrokových príjmov v prípade nárastu úrokových sadzieb z dôvodu kratšej fixácie úrokových sadzieb na pasívnej strane bilancií bánk v porovnaní s ich aktívami. Pôsobenie tohto rizika na ziskovosť bánk zhoršuje vyššia konkurencia medzi bankami, ktorá ich núti k znižovaniu úrokových rozpätí. Výsledky makrostresového testovania (bližšie

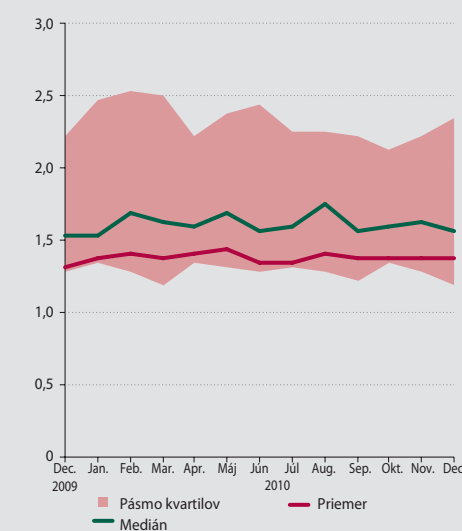
²² Z celkového objemu bankami emitovaných cenných papierov tvorili HZL ku koncu roka 2010 vyše 91 %.

²³ Ukazovateľ stálych a nelikvidných aktív je definovaný ako podiel stálych a nelikvidných aktív voči vybraným položkám vlastných zdrojov. Jeho hodnota by nemala stúpnúť nad 100 %.

²⁴ Ukazovateľ likvidných aktív je definovaný ako podiel likvidných aktív voči volatilným pasívam v horizonte 1 mesiaca. Jeho hodnota by nemala klesnúť pod 100 % (resp. 1).

Graf 53 Ukazovateľ dlhodobej likvidity bankového sektora (%)


Zdroj: NBS.

Graf 54 Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora


Zdroj: NBS.

v časti 4.5) naznačujú, že za predpokladu zachovania úrokovej politiky bánk z hľadiska miery ich reakcie na zmeny vo výnosovej krivke by nárast sadzieb prispel k zníženiu čistého zisku takmer vo všetkých bankách.²⁵ Počas druhého polroka 2010 sa vystavenie bánk voči úrokovému riziku v bankovej knihe výraznejšie nezmenilo, a to napriek nárastu doby fixácie úrokových sadzieb pri transakciách s klientmi, keďže táto sa prejavila približne rovnako na strane úverov aj vkladov.

Úrokové riziko v obchodnej knihe bánk bolo naďalej nízke. Je to spôsobené predovšetkým malou veľkosťou obchodnej knihy bánk.

Aktíva v obchodnej knihe predstavovali len 2,0% celkových aktív a pasíva len 2,9% celkových pasív. Z tohto dôvodu by paralelný nárast úrokových sadzieb o 2 percentuálne body viedol k strate na úrovni bankového sektora približne 0,14% vlastných zdrojov. V žiadnej banke by strata nemala presiahnuť 6% vlastných zdrojov.

Všeobecné úrokové riziko v portfóliách bankovej knihy, ktoré sa preceňujú na reálnu hodnotu voči zisku a strate a prípadne aj vlastným zdrojom bolo relatívne nízke.

Hoci väčšinu objemu aktív a pasív v bankovej knihe banky nepreceňujú na reálnu hodnotu,

neplatí to pre majetkové a dlhové cenné papiere, ktoré banky držia v portfóliách finančné nástroje na predaj a finančné nástroje preceňované na reálnu hodnotu proti zisku a strate okrem finančných nástrojov na obchodovanie.²⁶ Vystavenie bankového sektora ako celku voči riziku strát v uvedených dvoch portfóliách bolo k 31. decembru 2010 pomerne nízke. V prípade paralelného nárastu úrokových sadzieb o 2 percentuálne body by celková strata predstavovala 6% vlastných zdrojov.

Voči špecifickému úrokovému riziku sú v rámci slovenského bankového sektora výraznejšie vystavené len niektoré banky.

Špecifické úrokové riziko, t. j. riziko poklesu hodnoty cenných papierov v dôsledku zníženia kreditnej kvality emitenta (protistrany) sa týka vybraných bánk, ktoré investovali do vysoko rizikových štátnych dlhopisov krajín eurozóny (tabuľka 3). Keďže veľkú časť týchto aktív držia banky v portfóliách, ktoré sa nepreceňujú na reálnu hodnotu, výrazný prepád cien týchto dlhopisov v roku 2010 zásadným spôsobom neovplyvnil ziskovosť ani vlastné zdroje dotknutých bánk. Avšak zrealizovanie cien týchto dlhopisov v portfóliách finančných nástrojov držaných do splatnosti v dôsledku zníženia kreditnej kvality emitenta by výrazne zasiahlo vlastné zdroje vybraných bánk.²⁷

²⁵ Tieto výsledky zohľadňujú aj čiastočné zníženie objemu úverov ako dôsledok predpokladu o raste úrokových sadzieb.

²⁶ Precenenie finančných nástrojov na predaj momentálne počas obdobia držby príslušného cenného papiera nevstupuje do výkazu ziskov a strát. Vlastné zdroje znižuje iba záporné precenenie majetkových cenných papierov. Precenenie finančných nástrojov v druhom z uvedených portfólií priamo ovplyvňuje hodnotu vykázaného zisku alebo straty a v prípade záporného precenenia aj výšku vlastných zdrojov.

²⁷ Z ekonomického hľadiska nie je možné vylúčiť reštrukturalizáciu dlhu dotknutých krajín napriek prijatej finančnej podpore z Európskeho fondu finančnej stability – EFSF, ktorý ukončil svoju činnosť v polovici roka 2013.

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

		Grécko	Maďarsko	Írsko	Taliansko	Španielsko	Portugalsko
Banky	VI.10	1,1	0,7	0,1	0,1	0,1	
	XII.10	1,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,1
Fondy DDS	VI.10	0,1	0,8	1,3	0,5	0,7	
	XII.10	0,1	0,9	0,6	0,8	0,8	
Fondy DSS	VI.10		0,9	1,4	1,6	0,2	4,5
	XII.10		0,3	2,1	1,9		0,4
Podielové fondy	VI.10	0,3	1,6	0,8	0,6		
	XII.10	0,2	1,4	0,3	0,5	0,1	0,1
Poistovne	VI.10	0,1	0,1	0,1	2,3	0,2	
	XII.10	0,1	0,1	0,2	2,6	0,2	
Unit-linked	VI.10						
	XII.10			0,3			

Zdroj: NBS.

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

Vystavenie bankového sektora voči akciovému a devízovému riziku je zanedbateľné.

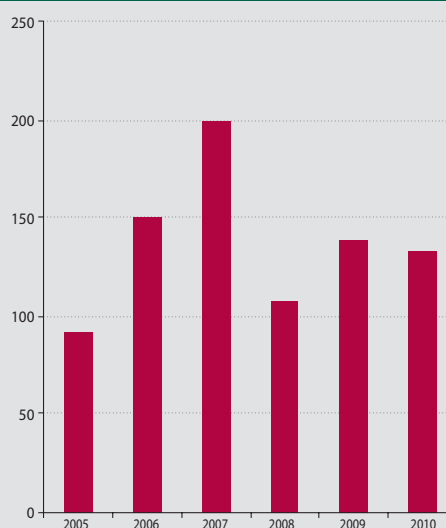
Podiel investícií do akcií a podielových listov na bilančnej sume vo väčšine bánk zostáva zanedbateľný. Z hľadiska otvorených devízových pozícií je na nízkej úrovni aj vystavenie všetkých bánk voči devízovému riziku.

4.2 SEKTOR POISŤOVNÍ

4.2.1 FINANČNÁ POZÍCIA POISŤOVNÉHO SEKTORA

V roku 2010 sa darilo životnému poisteniu, zisk v neživotnom poistení výrazne poklesol.

Celkový zisk poisťového sektora v roku 2010 po predchádzajúcom silnejšom náraste medziročne poklesol o 2,9% na 133,7 mil. € (graf 55). Tento výsledok bol výrazne ovplyvnený jednou poisťovňou. Pri vylúčení vplyvu tejto poisťovne by celkový zisk vzrástol o viac ako tretinu. Viac ako polovici poisťovní sa hospodársky výsledok medziročne zlepšil. Zisk z finančných operácií stúpol o 1,1 %. Kladný prírastok zaznamenal výsledok z poisťovacej činnosti v životnom poistení. Nepriaznivý vývoj v neživotnom poistení však prevýšil tieto pozitíva. Hoci technické náklady – hlavne z dôvodu výrazného nárastu participácie zaistovateľov na poisťných plneniach – medziročne poklesli, zisk z poisťovacej činnosti v neživotnom poistení dosiahol len približne polovičnú úroveň z predchádzajúceho roka. Negatívne na zisk v neživot-

Graf 55 Celkový zisk poisťovní (mil. EUR)


Zdroj: NBS.

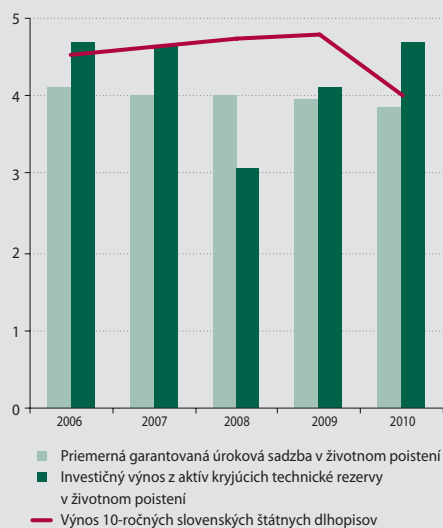
nom poistení vplývalo nižšie predpísané poistné, zvýšenie zaistenia a pokles ostatných technických výnosov.

4.2.2 RIZIKÁ V SEKTORE POISŤOVNÍ

Najvýznamnejším rizikom pre poisťovne je riziko dlhšie pretrvávajúceho obdobia nízkych úrokových sadzieb.

Riziko pretrvávania nízkych úrokových sadzieb, najmä pri dlhších splatnostiach, sa týka pred-

Graf 56 Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom (%)



Zdroj: NBS.

všetkým životného poistenia. Pre životné poisťovne môže byť v prostredí nízkych úrokových sadzieb náročné generovať výnosy z aktív kryjúcich technické rezervy aspoň vo výške garantovanej úrokovej sadzby (graf 56). Toto riziko súvisí predovšetkým s nutnosťou akceptovať nižší výnos pri reinvestovaní prostriedkov z finančných nástrojov v čase ich splatnosti. Uvedené riziko poisťovne zmiernujú prenosom trhových rizík na klientov prostredníctvom ponuky produktov investičného poistenia – tzv. *unit-linked* poistenie.

Ďalšie riziká pre poisťný sektor predstavujú najmä opätovné oslabenie ekonomiky, vplyv konkurencie na výpočet poistného v povinnom zmluvnom poistení, koncentrácia pohľadávok voči jednej protistrane a úrokové riziko.

Prípadné opätovné oslabenie ekonomiky predstavuje pre poisťný sektor riziko poklesu produkcie nových poistných zmlúv a rastu miery odkupov. Tie síce nemusia znamenať pre poisťovne stratu (v dôsledku stanovenia nižšej odkupnej hodnoty), môžu však narušiť obchodnú stratégiu poisťovne smerujúcu k vytvoreniu vhodnej štruktúry bilancie a rizikového profilu. Ďalšie riziko pre finančnú pozíciu poistného sektora vyplýva z pretrvávajúcej vysokej konkurencie v povinnom zmluvnom poistení zodpovednosti za škodu spôsobenú

prevádzkou motorového vozidla (poistenie PZP), resp. vysokej hodnoty kombinovaného ukazovateľa v niektorých ďalších odvetviach. Poistenie automobilov (PZP a havarijné poistenie) spolu so segmentom poistenia majetku predstavuje až 83,2% neživotného poistenia podľa objemu technického poistného. Zvýšená konkurencia tlačí na pokles cien, ktoré nezohľadňujú vyššiu nákladovosť v týchto odvetviach.²⁸ Vytvára to tlak na ziskovosť poisťovacej činnosti. Riziko koncentrácie expozície voči jednej konkrétnej protistrane je významné najmä vo viacerých menších poisťovniach. Relatívne vysoká durácia portfólia dlhových cenných papierov (ktorá dokonca počas roka 2010 ešte mierne vzrástla – tabuľka 4) spolu s vysokým podielom cenných papierov preceňovaných na reálnu hodnotu síce prispela k udržaniu relatívne dobrej výnosovosti aktív aj v období nízkych úrokových sadzieb a turbulencií na finančných trhoch, pri náraste sadzieb však spôsobí záporné preceňovanie týchto cenných papierov. Pri tomto scenári by však zároveň poklesla aj hodnota pasív. Výsledný efekt je náročné kvantifikovať. Ostatným trhovým rizikám – akciovému, devízovému a riziku poklesu ceny dlhopisov z dôvodu zníženia kreditnej kvality ich emitenta, je poisťný sektor ako celok vystavený iba v malej miere (tabuľka 4). Výraznejší vplyv by mali iba na niektoré poisťovne.

4.3 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA

Po dynamickom raste čistej hodnoty aktív v podielových fondoch počas 1. polroku 2010 došlo k jeho spomaleniu v druhom polroku 2010.

Čistá hodnota aktív podielových fondov predávaných v SR vzrástla v roku 2010 o 9,1% na 4,5 mld. € (graf 57). V priebehu roka boli najpriaznivejšími z hľadiska rastu čistých predajov a kladnej výkonnosti prvé štyri mesiace roka, čo predstavovalo pokračovanie vývoja z druhej polovice roka 2009. Počas ďalších dvoch mesiacov čisté predaje fondov boli nulové a hodnota niektorých aktív vo fondoch poklesla, čo súviselo s výraznými turbulenciami na globálnych finančných trhoch v dôsledku gréckej dlhovej krízy. V ďalšom období čistá hodnota aktív začala opäť rásť, no výrazne pomalším tempom než na začiatku roka.

V štruktúre aktív jednotlivých kategórií fondov nastali v roku 2010 len malé zmeny.

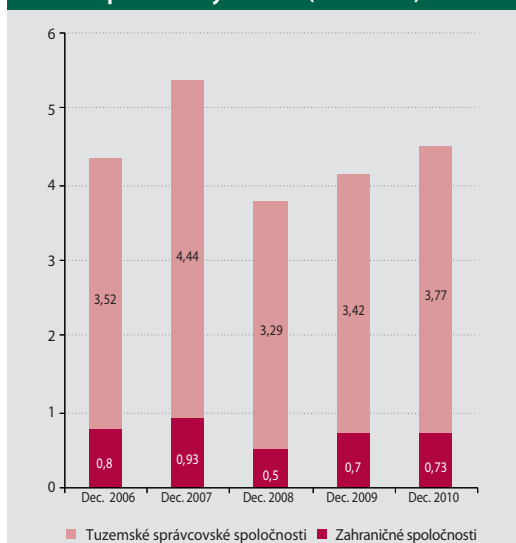
²⁸ Hlavné ukazovatele nákladovosti v neživotnom poistení (škodovosť a kombinovaný ukazovateľ) dosahovali v roku 2010 najvyššie hodnoty za posledných viac ako 10 rokov.

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

		Banky	Poistovne	Fondy DSS	Fondy DDS	Podielové fondy	Unit-linked aktíva
Akcie a podielové listy	XII.09	0,2	2,6	0,1	4,7	17,6	80,8
	XII.10		3,8	0,1	20,3	19,1	81,2
Devízové pozície	XII.09	0,4	0,9	0,1	4,9	12,5	12,9
	XII.10		1,5	0,1	12,2	11,2	13,9
Dlhové cenné papiere	XII.09	28,3	63,1	68,0	70,8	51,8	17,2
	XII.10	26,5	68,2	68,5	66,0	46,3	17,4
Durácia dlhových CP	XII.09	2,7	5,7	0,5	2,1	1,1	5,9
	XII.10	3,0	6,1	0,4	3,2	1,2	5,5
Durácia celého portfólia	XII.10		5,7	0,4	2,1	0,6	1,0
Zostatková splatnosť dlhových CP	XII.09	2,8	7,8	0,8	3,0	1,8	6,2
	XII.10	3,8	7,8	0,4	3,8	1,7	5,1

Zdroj: NBS.

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

Graf 57 Čistá hodnota aktív podielových fondov predávaných v SR (mld. EUR)


Zdroj: NBS.

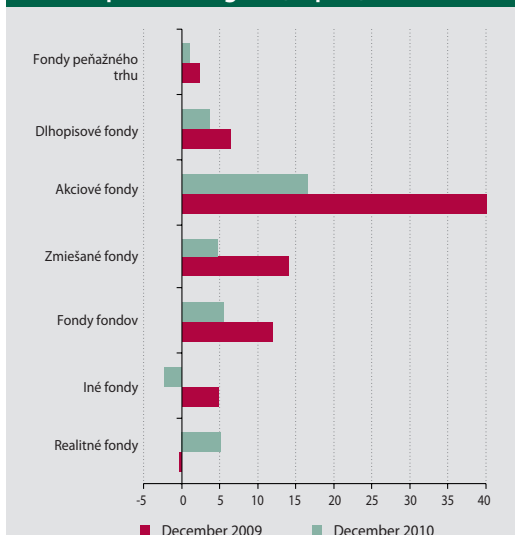
V podielových fondoch peňažného trhu pokračoval trend odpredaja časti dlhopisov a ukladania prostriedkov na termínované účty. Podobne akciové podielové fondy nadväzovali na rok 2009 zvyšovaním zastúpenia investícií do akcií a podielových fondov na úkor ostatných konzervatívnejších zložiek aktív. V realitných podielových fondoch vzrástla medzoročne váha majetkových účastí v realitných spoločnostiach. Ostatné kategórie boli prakticky bezo zmien.

Výnosovosť podielových fondov v roku 2010 oproti roku 2009 poklesla, čo však bolo do veľkej miery dôsledkom v niektorých prípadoch veľmi výrazného znehodnotenia fondov v roku 2008.

Z hľadiska výkonnosti podielových fondov bol rok 2010 návratom k štandardnej situácii po výraznej fluktuácii v rokoch 2008 a 2009, do veľkej miery súvisiacej s globálnou finančnou krízou, resp. so zotavovaním sa finančných trhov z nej. Najvyšší výnos v roku 2010, až 16,5 %, dosiahli v priemere tí podielníci, ktorí mali svoje prostriedky umiestnené v akciových fondoch (graf 58). Toto zhodnotenie bolo dokonca mierne vyššie ako v prípade akciového benchmarku S&P 500. Pri pohľade na trojročný horizont však akciové fondy, zmiešané fondy a fondy fondov stále celkom nevykazovali straty, ktoré im vznikli na vrchole finančnej krízy.

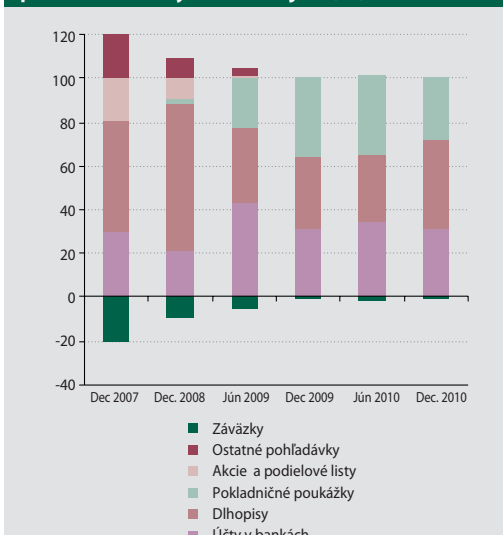
Najvýznamnejším rizikom pre podielové fondy zostáva akciové riziko.

Fondy kolektívneho investovania by boli citlivé na opätovný nárast neistoty na finančných trhoch. Dôvodom je vyššia expozícia fondov voči akciovému riziku. Viaceré fondy majú zároveň relatívne vysokú čistú devízovú pozíciu, ktorá je spôsobená nezaistovanými pozíciami do finančných nástrojov denominovaných v inej mene ako euro. Kreditné riziko emitenta spojené s investíciami do dlhopisov je vo väčšine fondov relatívne nízka.

Graf 58 Priemerná výkonnosť podielových fondov podľa kategórií (% p. a.)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Priemer vážený čistou hodnotou majetku.

Graf 59 Štruktúra majetku fondov DSS podľa základných nástrojov (%)


Zdroj: NBS.

4.4 VÝVOJ A RIZIKÁ V SEKTORE DÔCHODKOVÉHO SPORENIA

II. PILIER

Objem majetku spravovaný DSS v roku 2010 rástol vďaka pravidelným odvodom sporiteľov a minimálnym výkyvom v ocenení majetku vo fondoch. Dôchodkové fondy investovali naďalej veľmi konzervatívne.

Ku koncu roka 2010 dosiahla čistá hodnota majetku v II. pilieri systému dôchodkového sporenia 3,72 mld. €. Zastúpenie jednotlivých tried aktív v majetku dôchodkových fondov sa v priebehu roka menilo len minimálne a fondy si zachovali značne konzervatívne zloženie zamerané na minimalizáciu výkyvov vo výkonnosti (graf 59). Dôchodkové fondy investovali do dlhopisov, pokladničných poukážok a bankových vkladov. Po masívnom výpredaji akciových titulov v predošlom roku sa počas roka ich podiel nachádzal na prakticky zanedbateľnej úrovni neprekračujúcej 0,13% čistej hodnoty majetku a do konca decembra sa ešte znížil na menej ako polovicu tejto hodnoty. Aktíva v cudzej mene mali minimálne zastúpenie v majetku fondov (tabuľka 4). V žiadnom momente v hoci ktorom z fondov neprekročil 0,5%, pričom od druhého polroka klesol prakticky úplne na nulu.

Možnosť výberu pre investora medzi konzervatívnym, vyváženým a rastovým fondom je len formálna.

Stav, keď sa v druhej polovici roka 2009 vo všetkých správcovských spoločnostiach takmer úplne zmazali rozdiely v zložení majetku medzi jednotlivými typmi fondov, pretrvával aj v roku 2010. Toto platí nielen na úrovni základného rozdelenia aktív medzi jednotlivé druhy investícií, ale aj pokiaľ ide o konkrétnu voľbu jednotlivých cenných papierov. Sporiteľ tak nemá možnosť zvoliť si v rámci DSS subjektívne najvhodnejší fond z hľadiska riziko-výnosového profilu. Počas roka 2010 navyše došlo aj ku konvergencii zloženia fondov medzi jednotlivými spoločnosťami.

V priebehu roka 2010 došlo k zníženiu vystavenia voči štátnym dlhovým cenným papierom rizikovejších krajín eurozóny.

Ku koncu roka 2010 DSS znížili medziročne podiel objemu vládnych dlhopisov emitovaných Gréckom, Írskom, Portugalskom a Španielskom na čistej hodnote majetku sektora na zhruba 2% z pomerne významných 11% k 31. decembru 2009. Prevažná časť týchto pozícií zanikla prirodzene zmaturovaním príslušných cenných papierov. Z tých nástrojov, ktoré boli odpredané, iba jedna emisia dlhopisu bola zobchodovaná pri

cene s výraznejším diskontom z dôvodu jej vyššej zostatkovej splatnosti. Slovenské štátne dlhopisy tvorili ku koncu roka 2010 až 53 % všetkých vládnych cenných papierov sektora, resp. 27 % celkovej čistej hodnoty majetku. Stabilná hodnota slovenských vládnych dlhopisov je preto kľúčová pre stabilitu portfólií fondov DSS.

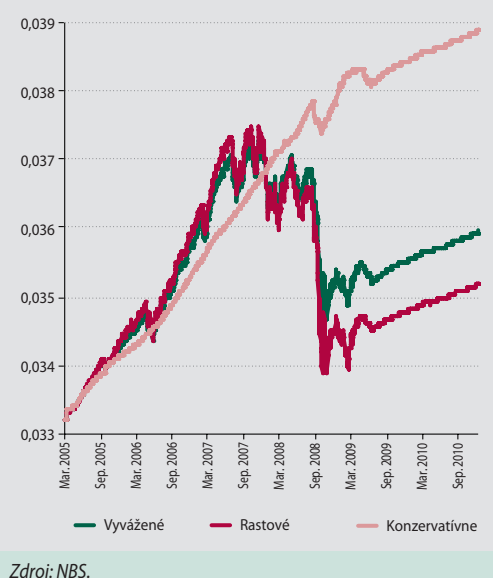
Výkonnosť fondov II. dôchodkového piliera v roku 2010 zodpovedala zloženiu ich majetku a v reálnom vyjadrení bola negatívna. Výnosovosť dôchodkových fondov od začiatku činnosti je takisto nízka.

Absencia vystavenia voči akciovým trhom a nízka durácia úrokovu citlivých nástrojov vo fondoch sa premietli do lineárne rastúceho vývoja aktuálnych hodnôt dôchodkových jednotiek s takmer nulovou volatilitou v priebehu celého roka 2010 (graf 60). V dôsledku toho sa medziročná výkonnosť ustálila okolo konštantnej hladiny a k 31. decembru 2010 jej vážený priemer dosiahol zhodne 1,2% pri všetkých troch typoch fondov (tabuľka 5). Takýto výnos nepostačoval ani na pokrytie inflácie, ktorá v roku 2010 dosiahla 1,3 %, podľa metódy HICP. Z dlhodobého pohľadu na výkonnosť, meranú od začiatku existencie systému, výrazne najlepšie zhodnotenie majetku (v priemere okolo 2,8 % anualizovane) dokázali zabezpečiť konzervatívne fondy, ktoré nepocítili až v takej miere negatívny dopad finančnej krízy ako zvyšné dva typy. Doterajší priemerný výnos vyvážených a rastových dôchodkových fondov, prepočítaný na jeden rok, dosiahol iba 1,4% resp. 1,0 %.

Konzervatívna štruktúra aktív vo fondoch DSS sa odrážala aj na nízkom riziku strát.

Vzhľadom na veľmi konzervatívne zloženie portfólií dôchodkových fondov sú riziká poklesu hodnoty aktív nízke. Najvýznamnejším rizikom zostáva riziko zhoršenia kreditnej kvality emitenta niektorých štátnych cenných papierov v port-

Graf 60 Aktuálna hodnota dôchodkovej jednotky v jednotlivých typoch fondov



Zdroj: NBS.

fóliu fondov DSS. Toto riziko sa však týka len fondov jednej spoločnosti a je obmedzené krátkou dobou splatnosti predmetných dlhopisov a pokladničných poukázok. Fondy DSS nemali k 31. decembru 2010 žiadne prostriedky investované do gréckych dlhopisov.

Zraniteľnosť fondov II. piliera zvyšovala pomerne vysoká koncentrácia prostriedkov fondov na bankových účtoch.

Relatívne nízka diverzifikácia vkladov v bankách prispievala k riziku protistrany. Mediánová hodnota podielu najväčšej protistrany na NAV bola 9 %. Riziko zlyhania protistrán však bolo pomerne nízke. Vo väčšine prípadov išlo o vklady priamo v slovenských bankách (približne polovica celkového objemu), resp. o vklady do bánk patriacich do bankových skupín, ktoré majú dcérsku spoločnosť alebo pobočku na Slovensku. Riziko bolo tlmené aj krátkou zostatkovou viazanosťou vkladov, kto-

Tabuľka 5 Ročná výnosovosť dôchodkových fondov k 31. 12. 2010 (%)

	Min	Vážený priemer	Max
Konzervatívne fondy	0,8	1,2	1,9
Vyvážené fondy	0,8	1,2	1,9
Rastové fondy	0,8	1,2	1,9

Zdroj: NBS.

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



rá dosahovala okolo troch mesiacov a v žiadnom fonde k 31. decembru 2010 neprekračovala 1 rok.

III. PILIER

V roku 2010 pokračoval takmer lineárny rast čistej hodnoty majetku spravovaného v sektore. Najväčšia zmena z hľadiska štruktúry podľa tried aktív nastala v roku 2010 v prudkom náraste podielu investícií do akcií a podielových fondov. Celkové zmeny v portfóliu tretieho piliera dôchodkového sporenia predstavujú posun k vyššej citlivosti na pohyby akciových indexov, úrokových mier a devízových kurzov.

Čistá hodnota majetku v sektore III. piliera starobného dôchodkového zabezpečenia dosiahla na konci decembra 2010 úroveň 1,15 mld. €. Jednotlivé doplnkové dôchodkové spoločnosti zaznamenali tempo rastu čistej hodnoty majetku blízke sektorovému priemeru 9 %.

Dominantnou zložkou majetku fondov na sektorovej úrovni boli počas celého roka dlhopisy, no ich podiel klesal na úroveň 67 %. Pomerne výrazne vzrástla durácia dlhopisového portfólia (z 2,1 roka na 3,2 roka). Pokračoval trend znižovania objemu prostriedkov držaných na bežných a termínovaných účtoch v bankách. V závere roka 2007 až polovica majetku vo fondoch mala formu bankových vkladov, na konci roka 2010 to bolo len 13 %. Najvýznamnejšou zmenou, ktorá sa odohrala v portfóliu, bol prudký nárast podielu investícií do akcií a podielových fondov. K 31. decembru 2010 so zastúpením 20 % predstavovali po dlhopisoch už druhú najväčšiu skupinu aktív vo fondoch, pričom v minulých obdobiach ich podiel neprekročil 5 %. Zaradenie väčšieho objemu akcií a podielových listov do portfólia výrazne prispelo k zvýšeniu podielu aktív denominovaných v cudzích menách. Objem devízových aktív sa za rok viac ako stonásobil na úroveň 13 % čistej hodnoty majetku v sektore. V súvislosti s prírastkom cudzomenových aktív došlo aj k intenzívnejšiemu využívaniu menových derivátov za účelom znižovania otvorených devízových pozícií.

Investície do cenných papierov emitovaných krajinami so zvýšeným rizikom sa týkali len niektorých fondov DDS.

Ku koncu roka 2010 predstavovali investície do dlhopisov krajín so zvýšeným kreditným rizikom

3,2 % NAV sektora. V porovnaní s fondmi DSS je však toto riziko výrazne vyššie vzhľadom na vysokú priemernú zostatkovú splatnosť týchto dlhopisov, ktorá je 5,1 roka.

Vyššie podstupované riziko sa neprejavilo na zlepšenej výkonnosti fondov.

Priemerný ročný výnos k 31. decembru 2010 v prípade výplatných aj príspevkových fondov klesol v porovnaní s predošlým rokom na 1,5 %, resp. 1,9 %. Kým pri výplatných fondoch sa výkonnosť znížila iba mierne, príspevkové fondy ako skupina dosiahli výnos len zhruba polovičný oproti roku 2009. Na hornej hranici distribúcie výkonnosti v sektore boli tri rastové príspevkové fondy, ktoré všetky nominálne zhodnotili majetok o približne 5 %. Minimálna dosiahnutá výkonnosť individuálneho fondu bola 0,2 %.

4.5 MAKROSTRESOVÉ TESTOVANIE

Bankový sektor vykazoval aj ku koncu roka 2010 dobrú odolnosť voči nepriaznivým makroekonomickým scenárom vďaka silnej východiskovej kapitálovej pozícii a schopnosti bánk generovať zisk najmä vo forme čistých úrokových výnosov.²⁹ Horší dopad na bankový sektor by mal scenár „Ponuková inflácia“.

Makrostresové testovanie slúži na doplnenie obrazu o rizikovom profile jednotlivých sektorov, resp. jednotlivých finančných spoločností. Keďže ide o komplexný odhad vývoja vo finančnom sektore, na ktorý je potrebné zaviesť pomerne veľký počet predpokladov (tabuľka 6), výsledky slúžia skôr na relatívne porovnanie než na absolútne vyčíslenie možných ziskov/strát pri jednotlivých scenároch. Za účelom testovania sa vytvorili dva stresové scenáre, ktoré sa porovnávajú s tretím, základným scenárom. Scenár 1 „Kríza štátov“ vychádza z rizika neudržateľnosti verejných financií v niektorých členských štátoch eurozóny. Dôležitým prvkom tohto scenára je prenesenie negatívneho vývoja do ďalších krajín. Scenár 2 „Ponuková inflácia“ uvažuje s rastom cien komodít pod vplyvom expanzívnej menovej politiky Fedu. Obdobie stresového testovania zahŕňa roky 2011 a 2012. Do výpočtov nevstupovali pobočky zahraničných bánk. Podobne ako v prípade predchádzajúcich stresových testov, aj ku koncu roka 2010 vykazoval bankový sek-

²⁹ Podrobný popis scenárov, predpokladov a parametrov stresového testovania je v Analýze slovenského finančného sektora za rok 2010 (http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Dohlad/ORM/Analzy/AnalizaSFS2010.pdf), ktorú NBS publikovala v apríli 2011.



Tabuľka 6 Parametre stresového testovania

		Základný scenár		Kríza štátov		Ponuková inflácia	
		4. Q 2011	4. Q 2012	4. Q 2011	4. Q 2012	4. Q 2011	4. Q 2012
Základné predpoklady	Medziročná zmena zahraničného dopytu	5,30 %	6,82 %	-10,00 %	6,00 %	-10,00 %	5,56 %
	Medziročná zmena výmenného kurzu USD/EUR	0 %	0 %	-40 %	24 %	0 %	0 %
	Medziročná zmena výmenných kurzov CHF, JPY, GBP, DKK, CAD, HRK, LVL voči EUR	0 %	0 %	-40 %	24 %	0 %	0 %
	Medziročná zmena výmenných kurzov ostatných mien voči EUR	0 %	0 %	40 %	-24 %	30 %	-12 %
	Medziročná zmena cien akcií	10 %	10 %	-40 %	24 %	-30 %	28,57 %
	Medziročná zmena základnej sadzby ECB	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	0 b.b.	200 b.b.	0 b.b.
	Medziročná zmena 3-mesačného EURIBORu	47 b.b.	34 b.b.	116 b.b.	-12 b.b.	305 b.b.	27 b.b.
	Medziročná zmena indexu iTraxx	0 b.b.	0 b.b.	105 b.b.	-84 b.b.	105 b.b.	-84 b.b.
	Nárast kreditných spreadov GR, IE	0 b.b.	0 b.b.	315 b.b.	-252 b.b.	315 b.b.	-252 b.b.
	Nárast kreditných spreadov ES, IT, PT	0 b.b.	0 b.b.	210 b.b.	-168 b.b.	210 b.b.	-168 b.b.
Makroekonomické veličiny odhadnuté na základe modelu	Medziročný rast HDP	2,75 %	5,07 %	-6,86 %	5,40 %	-5,54 %	4,19 %
	Inflácia (HICP)	4,34 %	2,72 %	2,02 %	-1,61 %	8,13 %	-0,30 %
	Nezamestnanosť	14,13 %	13,69 %	15,17 %	16,17 %	14,97 %	15,97 %
Premenné pre kreditné riziko odhadnuté pomocou makroekonomických veličín	Ročná pravdepodobnosť zlyhania	1,35 %	1,69 %	3,74 %	2,21 %	3,61 %	7,99 %
		2,02 %	2,20 %	5,99 %	2,70 %	6,27 %	15,5 %
		4,65 %	4,70 %	8,38 %	6,32 %	10,22 %	24,8 %
	Podiel zlyhaných úverov domácnostiam	5,46 %	4,96 %	6,08 %	6,08 %	8,01 %	7,22 %

Zdroj: NBS.

tor pomerne veľkú odolnosť voči nepriaznivým makroekonomickým scenárom (tabuľka 7). Jej hlavnými faktormi boli silná počiatočná kapitálová pozícia a schopnosť tvoriť zisk najmä vo forme čistých úrokových výnosov. Tieto faktory prispeli k tomu, že napriek čistej strate za roky 2011 a 2012 v štyroch bankách v prípade scenára „Kríza štátov“ a v šiestich bankách pri scenári „Ponuková inflácia“ by vo väčšine týchto bánk ukazovateľ kapitálovej primeranosti nepoklesol pod minimálnu hranicu 8 % v uvedených rokoch.³⁰

Najvýznamnejším rizikom pre banky ostáva kreditné riziko podnikov. Straty z kreditného rizika domácností by však vo vybraných bankách v závislosti od scenára prevýšili straty z kreditného rizika podnikov. Straty z trhových rizík by boli marginálne, väčší vplyv majú iba vo vybraných bankách.

Najväčšie straty pri jednotlivých scenároch na úrovni sektora generuje kreditné riziko podnikov. Rástla však váha kreditného rizika domácností.

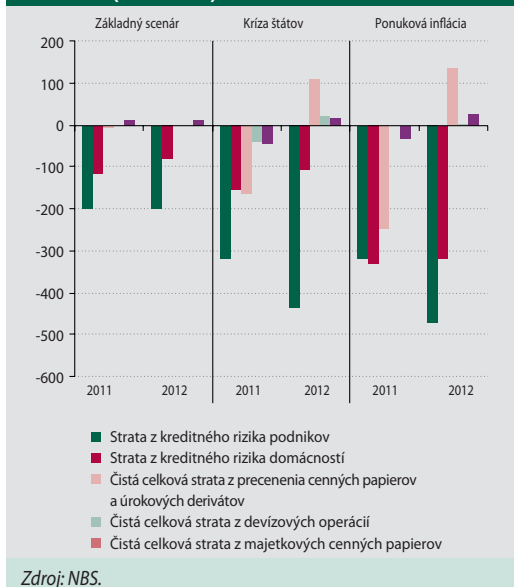
Tabuľka 7 Dopad stresových scenárov na primeranosť vlastných zdrojov bankového sektora (%)

	Dolný kvartil	Medián	Priemer vážený objemom rizikovo vážených aktív	Horný kvartil
K 31.12.2010	11,2	12,2	12,7	15,1
K 31.12.2010 po pripočítaní čistého zisku	12,5	13,4	13,6	16,5
Základný scenár (2011)	12,2	13,9	14,5	17,6
Základný scenár (2012)	13,6	14,7	15,9	19,1
Kríza štátov (2011)	11,4	13,1	13,8	17,4
Kríza štátov (2012)	11,5	14,0	14,5	18,5
Ponuková inflácia (2011)	11,0	12,6	13,3	17,0
Ponuková inflácia (2012)	11,0	13,5	13,8	17,9

Zdroj: NBS.

30 Pri vyčíslení dopadu jednotlivých scenárov na kapitálovú primeranosť bánk sa nepočítalo so zlyhaním ani jedného členského štátu eurozóny, resp. inej krajiny. Na reálnu hodnotu sa preto preceňovali iba dlhové cenné papiere nachádzajúce sa v obchodnej knihe, resp. v portfóliu AFS (available for sale).

Graf 61 Strata z kreditného rizika a trhových rizík v bankovom sektore pre stresové scenáre (mil. EUR)



Najväčšie straty z portfólia retailových úverov by sektor utrpel v prípade scenára „Ponuková inflácia“, pričom vo viacerých bankách by táto strata prevýšila stratu zo zlyhaných podnikových úverov. Kreditné riziko podnikov súvisí s výraznou citlivosťou mier zlyhania podnikových úverov na vývoj HDP pri všetkých scenároch. V prípade zlyhaných úverov poskytnutých domácnostiam sa prejavuje vplyv inflácie a s tým spojený vplyv úrokových sadzieb. Straty z devízového a akciového rizika by mali naďalej marginálny vplyv (graf 61).

Na utlmenie strát vyplývajúcich z jednotlivých typov rizík by bankám pomohli hlavne čisté úrokové príjmy, resp. silná východisková kapitálová pozícia.

Odolnosť bankového sektora bola aj ku koncu roka 2010 determinovaná hlavne silnou východiskovou kapitálovou pozíciou a schopnosťou generovať zisk, najmä vo forme čistých úrokových výnosov. Silná východisková kapitálová pozícia prispela k tomu, že napriek čistej strate za roky 2011 a 2012 v štyroch bankách v prípade scenára „Kríza štátov“ a v šiestich bankách v prípade scenára „Ponuková inflácia“ by sa vo väčšine týchto bánk ukazovateľ kapitálovej primeranosti nepriblížil k hranici 8 % ani v jednom zo sledovaných dvoch rokov.

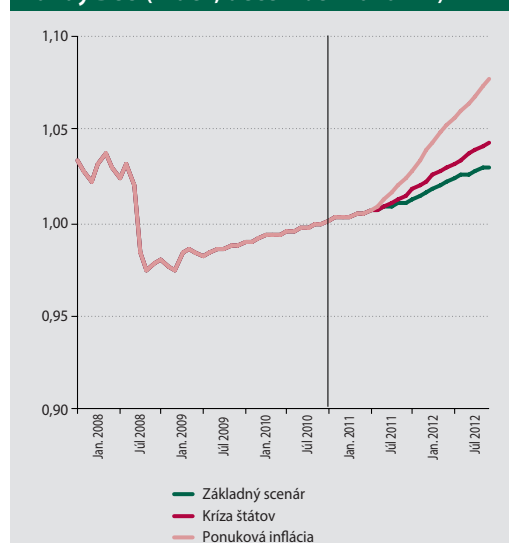
Vzhľadom na rast úrokových sadzieb predpokladaných v stresových scenároch by fondy DSS zvýšili svoju výnosovosť.

Vzhľadom na zloženie ich portfólií, fondy DSS nie sú citlivé na pokles cien akcií alebo zmeny výmenných kurzov a väčšina z nich ani na nárast kreditných spreadov dlhopisov emitovaných rizikovými štátmi. Pre nízku priemernú zostatkovú dobu fixácie úrokových sadzieb celého portfólia fondov DSS (5 mesiacov) by stresové scenáre nemali na výnosovosť väčšiny fondov DSS takmer žiadny vplyv. Po uplynutí tohto obdobia by výnosovosť dokonca vzrástla z dôvodu nárastu úrokových príjmov pri rastúcich úrokových sadzbách, ktoré sa predpokladajú v stresových scenároch (graf 62).

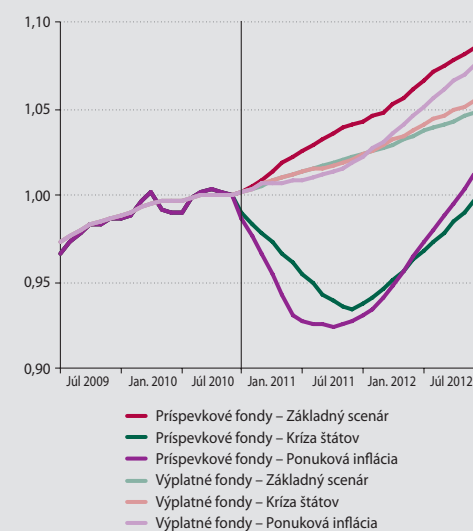
Príspevkové fondy DDS by v prípade stresových scenárov zaznamenali relatívne významné straty.

Relatívne významná expozícia fondov DDS najmä voči akciovému a úrokovému riziku by v prípade oboch stresových scenárov spôsobili pomerne výrazný pokles hodnoty dôchodkovej jednotky (graf 63). Najvýznamnejšie straty by zaznamenali rastové fondy, a to v scenári „Kríza štátov“ z dôvodu výrazného poklesu cien akcií (približne 15 % až 20 % NAV).

Graf 62 Dopad stresových scenárov na fondy DSS (index, december 2010 = 1)

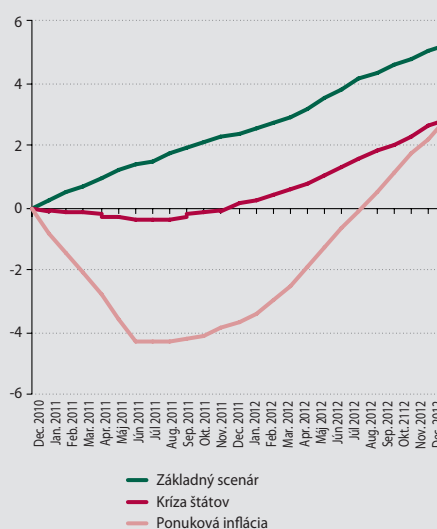


Poznámka: Na zvislej osi je zobrazený index váženého priemeru aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky (vážený čistou hodnotou aktív jednotlivých fondov).

Graf 63 Dopad stresových scenárov na fondy DDS (index, december 2010 = 1)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi je zobrazený index váženého priemeru aktuálnej hodnoty dôchodkovej jednotky (vážený čistou hodnotou aktív jednotlivých fondov).

Graf 64 Dopad stresových scenárov na fondy kolektívneho investovania (%)


Zdroj: NBS.

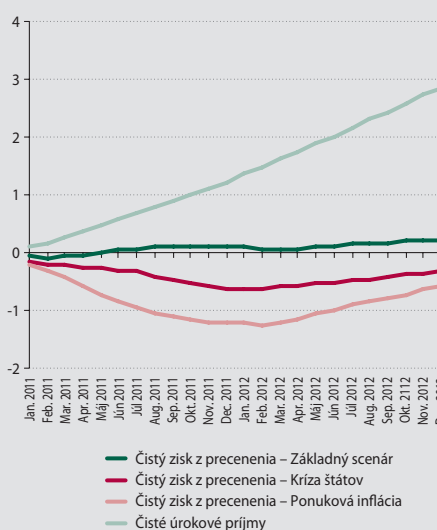
Poznámka: Na zvislej osi je zobrazený podiel odhadovaného zisku, resp. straty na čistej hodnote majetku vážený čistou hodnotou aktív jednotlivých fondov.

Výsledky stresového testovania sektora kolektívneho investovania sú ovplyvnené vysokým podielom menej rizikových fondov.

Pri stresovom scenári „Kríza štátov“ by podielové fondy nezaznamenali výrazné straty (graf 64), pretože výrazná časť fondov z hľadiska ich podielu na celkovom objeme NAV sú peňažné, resp. dlhopisové fondy. Zároveň straty spôsobené poklesom cien akcií v rizikovejších fondoch by boli čiastočne nahradené predpokladaným posilnením amerického dolára voči euru, v ktorom majú tieto podielové fondy otvorené devízové pozície. V stresovom scenári „Ponuková inflácia“ tento efekt posilnenia dolára absentuje, preto sú straty v priemere výraznejšie.

Poistovne by prípadné negatívne precenenie aktív kryli úrokovými príjmami.

Vzhľadom na relatívne dlhú duráciu v portfóliu dlhových cenných papierov, ktoré tvoria najväčšiu časť aktív poisťovní, by úrokové príjmy poisťovní neboli v horizonte stresového testovania jednotlivými scenármi takmer vôbec ovplyvnené. Tieto úrokové výnosy by navyše

Graf 65 Dopad stresových scenárov na aktíva poisťovní (%)


Zdroj: NBS.

Poznámka: Na zvislej osi je zobrazený podiel odhadovaného zisku, resp. straty na aktívach, s výnimkou aktív kryjúcich technické rezervy v unit-linked poistení, vážený objemom aktív jednotlivých poisťovní. Vplyv stresových scenárov na hodnotu pasív sa nebral do úvahy.

dokázali pokryť prípadné straty z precenenia aktív, ktoré by mohli nastať v stresových scenároch (graf 65).



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM

KAPITOLA 5

BEZPEČNOSŤ A SPOĽAHLIVOSŤ PLATOBNÝCH SYSTÉMOV TARGET2-SK A EURO SIPS V ROKU 2010



5 BEZPEČNOSŤ A SPOĽAHLIVOSŤ PLATOBŇÝCH SYSTÉMOV TARGET2-SK A EURO SIPS V ROKU 2010

Spolu so zavedením eura od 1. januára 2009 sa do prevádzky zaviedol nový platobný systém TARGET2-SK. Z hľadiska rizík pre finančnú stabilitu možno činnosť systému v roku 2010 hodnotiť pozitívne.

Slovenská republika sa dňom vstupu do eurozóny pripojila do platobného systému TARGET2 a Národná banka Slovenska od 1. januára 2009 začala prevádzkovať svoj komponent tohto systému, platobný systém TARGET2-SK. Druhý rok prevádzky platobného systému TARGET2-SK možno hodnotiť ako úspešný a bezproblémový, v ktorom neboli zaznamenané žiadne incidenty, či už na strane systému alebo jeho účastníkov, ktoré by ohrozili plynulé spracovanie platieb alebo narušili jeho prevádzku. Okrem dennej prevádzky systému, konzultačnej a obchodnej podpory jeho účastníkov, pravidelného testovania procedúr na obnovu činnosti sa Národná banka Slovenska podieľa na koordinácii vývoja, zmien, testovania a nasadzovania nových verzií programového vybavenia platformy SSP, na ktorej je systém TARGET2 prevádzkovaný. Novými verziami programového vybavenia sa do platformy

SSP implementujú nové funkčnosti a zmeny, ktoré Eurosystem schváli na základe požiadaviek užívateľov systému a tiež sa nimi odstraňujú identifikované chyby z predchádzajúcej verzie. Významnou súčasťou pravidelnej ročnej aktualizácie platformy SSP v roku 2010 bolo zavedenie možnosti prístupu do platobného systému TARGET2 prostredníctvom internetu, popri doterajšom prístupe výlučne prostredníctvom SWIFTu.

V roku 2010 došlo k medziročnému poklesu počtu aj hodnoty spracovaných transakcií v TARGET2-SK.

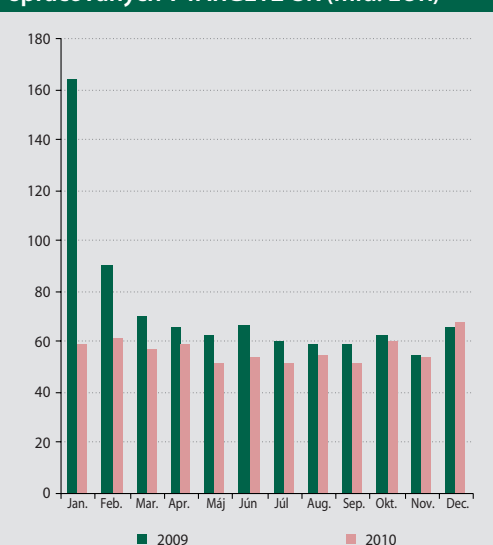
Na konci roka 2010 bolo do platobného systému TARGET2-SK zapojených 33 účastníkov, z toho 30 priamych účastníkov vrátane Národnej banky Slovenska a 3 pridružené systémy (EURO SIPS, Centrálny depozitár cenných papierov SR, a. s., First Data Slovakia, s. r. o.). V roku 2010 sa prostredníctvom platobného systému TARGET2-SK uskutočnilo takmer 150 tis. transakcií v celkovej hodnote vyše 682,2 mld. €. Oproti roku 2009 došlo k miernemu poklesu počtu uskutočnených transakcií, a to o 3,4 % (graf 66). Rovnako hodno-

Graf 66 Vývoj počtu platieb spracovaných v TARGET2-SK (tis.)

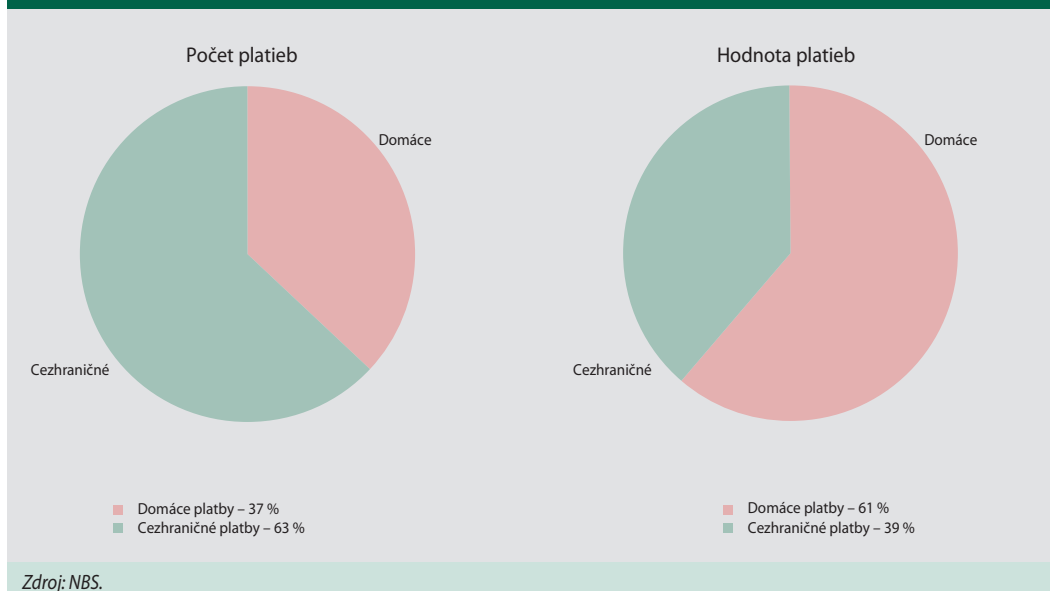


Zdroj: NBS.

Graf 67 Vývoj hodnoty platieb spracovaných v TARGET2-SK (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 68 Štruktúra platieb zaslaných účastníkmi TARGET2-SK v roku 2010 (%)


ta spracovaných transakcií zaznamenala pokles oproti predchádzajúcemu roku o 22,6 %, no rozdiel vyplýva z nadpriemerne vysokých objemov platieb v januári 2009 pravdepodobne v súvislosti s prechodom na euro (graf 67).

Hodnota medzibankových platieb v TARGET2-SK výrazne prevyšovala hodnotu klientskych platieb a hodnota domácich platieb prevyšovala hodnotu cezhraničných.

Podiel počtu klientskych a medzibankových platieb spracovaných v roku 2010 bol v pomere 56:44, mierne v prospech klientskych platieb. Z hľadiska hodnoty spracovaných platieb bol podiel klientskych a medzibankových platieb v pomere 4:96, teda výrazne v prospech medzibankových platieb. Z hľadiska štruktúry smerovania platieb zaslaných účastníkmi TARGET2-SK v roku 2010 bolo 37 % všetkých platieb domácich a 63 % smerovalo príjmom do zahraničia. Takmer rovnaké rozdelenie, avšak v obrátenom pomere, bolo podľa hodnoty zaslaných platieb (graf 68).

Retailový platobný systém EURO SIPS spĺňa všetky požadované princípy funkčnosti, bezpečnosti a spoľahlivosti.

EURO SIPS je retailovým platobným systémom určeným na spracovanie a klíring klientskych

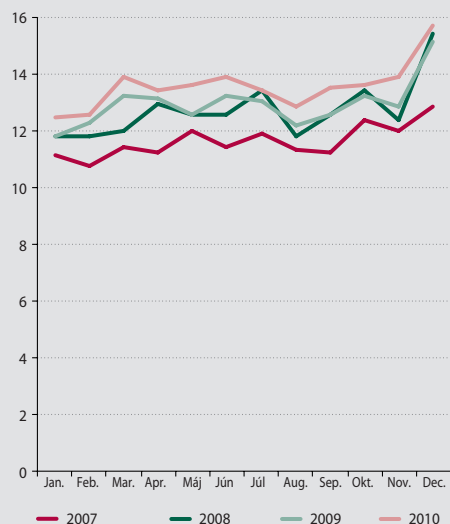
platieb v eurách a zároveň pridruženým systémom k transeurópskemu platobnému systému TARGET2-SK. Platobné transakcie sa v platobnom systéme EURO SIPS spracovávajú v klíringových cykloch, ktorých výsledky sa finančne vyrovnávajú v systéme TARGET2-SK. Medzibankové platobné transakcie sa od 1. januára 2009 výhradne spracovávajú a vyrovnávajú v systéme TARGET2-SK. V nadväznosti na implementáciu SEPA platobných nástrojov v SR bude platobný systém EURO SIPS upravený na systém kompatibilný so SEPA do konca roka 2012. Počas roka 2010 Národná banka Slovenska vykonala hodnotenie platobného systému EURO SIPS v súlade s požiadavkou Eurosystemu pre krajiny vstupujúce do eurozóny. Systém sa hodnotil oproti „Základným princípom“ na hodnotenie platobných systémov, platných pre retailové systémy. Výsledkom hodnotenia je konštatovanie, že platobný systém EURO SIPS v plnej miere spĺňa všetky požadované princípy.

V EURO SIPS v roku 2010 medziročne rástli počet aj hodnota uskutočnených transakcií.

Do retailového platobného systému EURO SIPS bolo v roku 2010 zapojených 30 účastníkov. Uskutočnilo sa v ňom celkovo 162 796 tis. transakcií, čo zodpovedá trendu nárastu z predchádzajúcich rokov, a to vo výške necelých 5 %

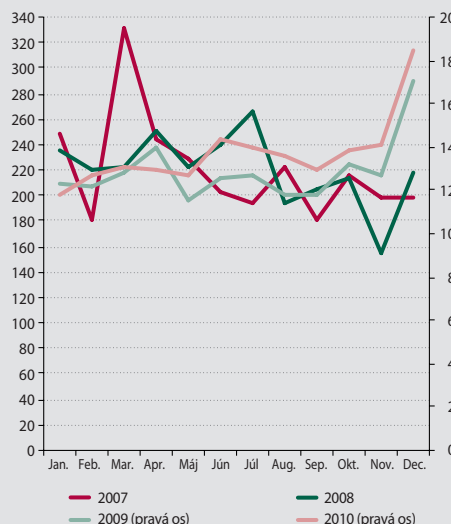


Graf 69 Vývoj počtu transakcií uskutočnených v EURO SIPS (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 70 Vývoj hodnoty transakcií uskutočnených v EURO SIPS (mld. EUR)



Zdroj: NBS.

(graf 69). Objem uskutočnených transakcií dosiahol 164 590,1 mil. €, čo predstavovalo medziročný nárast o 6,5 % po výraznom medziročnom

prepade hodnoty transakcií v roku 2009 v dôsledku odlevu veľkoobjemových transakcií do systému TARGET2-SK (graf 70).



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



PRÍLOHY

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



1 EFEKTÍVNE ZDANENIE FINANČNÉHO SEKTORA

TOMÁŠ TÓZSÉR

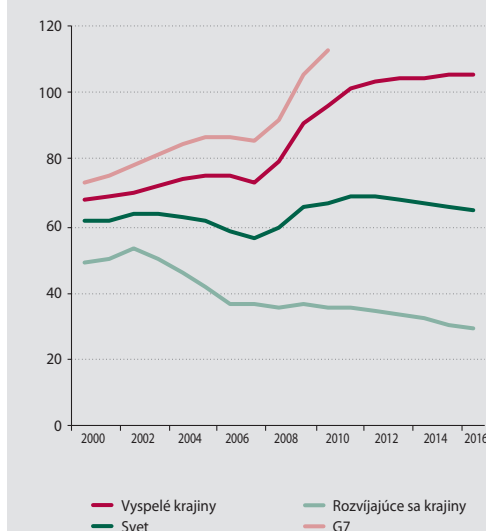
Moderné finančníctvo môže vážne ohroziť finančnú stabilitu krajín, čo opäť veľmi výrazne potvrdila nedávna globálna finančná a ekonomická kríza. Dlhodobou udržateľným riešením je zmena prístupu k regulácii finančného sektora a revízia štátnych záchranných sietí.³¹ Popri prebiehajúcich globálnych zmenách v uvedených oblastiach pristupujú niektoré krajiny – najmä tie, ktorých verejné financie boli najviac zaťažené záchranou nesolventných bánk – k dodatočnému zdaneniu a odvodom zataženiu finančných spoločností. Prevláda snaha o aspoň čiastočnú refundácia verejných zdrojov vynaložených na záchranu súkromných bánk. Dodatočné zdanenie finančného sektora však môže mať prínos aj pre posilňovanie finančnej stability cestou spomínaných zmien v záchranných sieťach. V tomto príspevku sa venujeme najefektívnejším spôsobom dodatočného zdanenia finančných inštitúcií pre obidva účely.

ČISTÉ PRIAME NÁKLADY NA ZÁCHRANU FINANČNÝCH INŠTITÚCIÍ BOLI RELATÍVNE NÍZKE, NO NEPRIAME NÁKLADY FINANČNEJ KRÍZY SÚ ZNAČNÉ

Medzinárodný menový fond (MMF) odhadol priemerné čisté fiškálne náklady priamej podpory finančného sektora vo vyspelých krajinách G20 ku koncu roka 2009 na 2,8% HDP (tabuľka 8). Podľa Deutsche bank konečná výška priamych nákladov daňovníkov na podporu finančných sektorov nepresiahne vo väčšine vyspelých krajín 1% HDP.³² Hoci priame fiškálne náklady na záchranu bán môžu byť v porovnaní s počiatočným objemom verejných zdrojov vyhradeným pre záchranu finanč-

ného sektora nakoniec relatívne nízke, nepriame náklady pre daňovníkov sú veľmi vysoké. Nepriame náklady súvisia napr. s nižšími daňovými príjmami verejných rozpočtov a vyššími výdavkami štátnych rozpočtov z dôvodu finančnou krízou vyvolanej hospodárskej recesie, ale aj s vyššími nákladmi na obsluhu štátnych dlhov kvôli nárastu úrokových sadzieb a úrovne dlhov. MMF odhaduje nárast dlhu verejnej správy v pomere k HDP pre vyspelé krajiny G20 v období 2008 – 2015 až o takmer 40 percentuálnych bodov, pričom nárast z podstatnej časti súvisí s krízou. Zrejmy je aj dlhodobý charakter ná-

Graf 71 Verejný dlh (% HDP)



Zdroj: MMF, World Economic Outlook, apríl 2011.

Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2016 sú prognózy.

Tabuľka 8 Splatená pomoc a čisté priame náklady na podporu finančného sektora v roku 2009 (% HDP)

	Priama podpora			Čisté priame náklady
	Prislúbená	Čerpaná	Splatená	
Priemer G20	4,0	2,2	0,4	1,8
Vyspelé ekonomiky	6,2	3,5	0,8	2,8
v mld. USD	1 976	1 114	237	877
Rozvíjajúce sa ekonomiky	0,8	0,3	-	0,3
v mld. USD	108	43	-	43

Zdroj: MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, Jún 2010.

Poznámka: Priame fiškálne náklady predstavujú sumu zdrojov určených na navýšenie kapitálu, nákup aktív a pôžičky z verejných zdrojov.

31 Alessandri, P., Haldane, A. G.: Banking on the state. Bank of England, november 2009.

32 Schildbach, J.: Direct fiscal cost of the financial crisis. Deutsche Bank Research, 14. máj 2010.

Graf 72 Fiškálne saldo (% HDP)


Zdroj: MMF, World Economic Outlook, apríl 2011.

Poznámka: Údaje za roky 2011 až 2016 sú prognózy.

sledkov finančnej krízy pre reálnu ekonomiku, ale najmä verejné financie (grafy 71 a 72).

ZDANENIE FINANČNÝCH INŠTITÚCIÍ – UŽITOČNÝ NÁSTROJ OBOZRETNÝCH POLITÍK³³

Dane a poplatky sa bežne používajú na riešenie externalít v oblasti ochrany životného prostredia, zdravia a bezpečnosti. Naproti tomu, s rôznymi zlyhaniami trhu v sektore finančného sprostredkovania (asymetria informácií, externality z obmedzeného ručenia, nadmerná volatilita finančných trhov) sa takmer výlučne vyrovnávame pomocou finančnej regulácie. Platí to predovšetkým pre oblasť regulácie obozretného podnikania individuálnych inštitúcií (mikroobozretná regulácia). Finančná kríza podnietila potrebu zavedenia kvalitnej makroobozretnej regulácie finančného sektora, ktorá sa orientuje na systémové riziko. Ide o endogénne riziko finančného systému, ktoré vyplýva z kolektívneho procyklického správania sa bánk a súvisí aj s prítomnosťou komplexných a silno previazaných finančných inštitúcií. Zdokonalený globálny regulačný štandard pre banky Bazilej III sa orientuje aj týmto smerom – zavádza dodatočnú proticyklickú kapitálovú požiadavku a dodatočnú kapitálovú požiadavku pre systémovo významné finančné inštitúcie. Zmeny vo finančnej regulácii sa týkajú komplexu ďalších oblastí (likvidita bánk, od-

meňovanie, účtovné pravidlá a i.).³⁴ Zlyhania na strane dohľadu a finančnej regulácie vo vzťahu k obmedzeniu systémového rizika s následnými značnými škodami pre verejné financie vyvolali záujem aj o využitie daní ako nástroja obozretných politik vo finančnom sektore.

Teoreticky, vo svete bez neistoty a s úplnými informáciami, existuje medzi zdanením a kapitálovou reguláciou ekvivalencia z hľadiska cieľa obmedzenia systémového rizika. V skutočnosti však môže byť zavedenie dane výhodnejšie. Napr. korekčnú daň možno uvaliť priamo na aktivitu finančnej inštitúcie, ktorá je spoločensky neželaná, pretože je zdrojom systémového rizika. Dosiahnutie rovnakého cieľa prostredníctvom navýšenia kapitálovej požiadavky by si vyžadovalo odhad nákladov banky na kapitál,³⁵ čo môže byť komplikované vzhľadom na ich premenlivosť v čase a naprieč inštitúciami. Dane tiež predstavujú pre banky v čase spojitú a z hľadiska úrovne vyhladenejšie náklady v porovnaní s dodatočnou kapitálovou požiadavkou. Značnou výhodou daní z pohľadu štátov je tvorba zdrojov, ktoré vytvárajú dodatočný priestor na riešenie zlyhaní bánk najmä za súčasnej existencie efektívneho rámca pre riešenie krízovej situácie bánk (*resolution framework*). Uvalenie dane alebo odvodu je tiež jednoduchšie, rýchlejšie a menej nákladné než (nevyhnutné) zavedenie harmonizovanej regulácie takých finančných inštitúcií a aktivít, ktoré doteraz nespádali pod reguláciu (tzv. tieňové bankovníctvo).³⁶ Ďalšou nespornou výhodou zdanenia je jeho automatická podstatu, čo je v kontraste so známymi problémami politickej ekonomie spojenými s rozhodovaním regulátorov o preventívnych opatreniach v čase boomu.

Naopak, výhodou dodatočnej kapitálovej požiadavky na systémové riziko v porovnaní s uvalením dane je možnosť lepšej medzinárodnej koordinácie dodatočnej kapitálovej požiadavky vzhľadom na už existujúci globálny regulačný štandard a inštitucionálny rámec v podobe Bazilejského výboru pre bankový dohľad. Tým, že dodatočná kapitálová požiadavka zväčšuje vankúš proti stratám, na rozdiel od daní, priamo znižuje pravdepodobnosť úpadku banky, čo je výhodou najmä v prípade systémovo významných inštitúcií. Dodatočná kapitálová požiadavka môže mať silnejší nápravný účinok v prípade, že dodatočné zdanenie nebude dostatočne citlivé na riziko.

33 Táto časť vo veľkej miere čerpá z MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, Jún 2010.

34 Bližšie napr. vo Financial Stability Board: Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110219.pdf, február 2011.

35 Dodatočná kapitálová požiadavka * náklady na kapitál = daň.

36 Príkladom je napr. dlhá príprava a implementácia dodatočnej proticyklickej kapitálovej požiadavky a dodatočnej kapitálovej požiadavky pre systémovo významné finančné inštitúcie v rámci Bazileja III. Ich implementácia sa očakáva až v horizonte roku 2019. Dlhšie obdobie na prispôbenie sa bánk novej regulácii je nevyhnutné vzhľadom na rozsah a finančnú náročnosť zmien.

V takom prípade môže byť zdanenie dokonca kontraproduktívne.

Pre úplnosť treba doplniť, že ako regulácia, tak aj zdaňovanie zdieľajú niektoré podobné problémy. Ide o problematiky subjektu konečného dopadu (incidencia), predmetu zdanenia/regulácie, kalibrácie (zhodnotenie prínosov a nákladov/nežiadúcich efektov) a medzinárodnej koordinácie (v súčasnosti dôležitá z hľadiska efektívnosti opatrení).

Celkovo z vyššie uvedeného vyplýva, že zdanenie bánk môže predstavovať užitočný doplnok makroobozretnej regulácie.

NEJEDNOTNÝ PRÍSTUP K ZDANENIU FINANČNÝCH INŠTITÚCIÍ V EÚ

Politická dohoda na úrovni G20 o zavedení jednotnej bankovej dane v júni 2010 zlyhala, keď viaceré krajiny na čele s Kanadou (krajiny ktoré nemuseli vynaložiť verejné zdroje na záchranu svojich bánk) odmietli akékoľvek dodatočné zdanenie svojich bánk. Naopak USA, Veľká Británia, Nemecko a Francúzsko boli najsilnejšími zástan-

cami dodatočného zdanenia bánk. Európska rada sa na svojom stretnutí 17. júna 2010 dohodla, že „súhlasí s tým, že členské štáty by mali zaviesť režim odvodov a daní pre finančné inštitúcie, aby sa zabezpečilo spravodlivé rozdelenie záťaže“.³⁷ Tieto odvody a dane majú byť súčasťou rámca na riešenie úpadku bánk. Európska komisia má v pláne predstaviť legislatívny návrh komplexného rámca krízového riadenia EÚ vo finančnom sektore v lete 2011. Viacero krajín EÚ však jednostranne rozhodlo o zavedení vlastných systémov dodatočného zdanenia bánk (tabuľka 9). Niektoré krajiny zaviedli aj zdanenie bonusov vyplatených zamestnancom bánk.³⁸ Nevýhodou takéhoto nekoordinovaného riešenia je nerovnomerný dopad v rôznych častiach EÚ. Problémom môže byť najmä schopnosť zamedziť dvojitému zdaneniu bilancii bánk, a preto niektoré medzinárodné banky môžu pocítiť značný (až štvrtinový) pokles zisku.³⁹

MMF vo svojom odporúčaní pre G20 ohľadom optimálneho spôsobu dodatočného zdanenia bánk navrhuje dve kategórie daní (odvodov):⁴⁰

1. Nápravná daň (odvod)
2. Daň z finančných aktivít

Tabuľka 9 Európske bankové dane/odvody

	Sadzba	Základ dane/odvodu	Dátum zavedenia	Odhadovaný výnos
Belgicko	0,15 %	bankové vklady domácností a podobné poisťné produkty	2010	Ročne 700 mil. €
Nemecko	0,02 % zo základu do 10 mld. €; 0,03 % zo základu od 10 mld. € do 100 mld. €; 0,04 % zo základu nad 100 mld. €	pasíva nemeckých bánk očistené o kapitál a vklady nebankových inštitúcií	2011	Asi 1 mld. €
Francúzsko	0,25 %	minimálna kapitálová požiadavka	2011	555 mil. € v 2012
Rakúsko	0,055 % zo základu od 1 mld. € do 20 mld. €; 0,085 % zo základu nad 20 mld. €; odvod vo výške 0,013 % z nominálnej hodnoty derivátov	pasíva rakúskych bánk mínus vlastný kapitál a poistené vklady	2011	Ročne 500 mil. €
Dánsko	0,2 % pasív	kryté vklady a cenné papiere	2011	-
Maďarsko	0,15 % zo základu do 50 mld. HUF; 0,53 % zo základu nad túto hranicu	maďarské bankové aktíva očistené o domáce medzibankové úvery, cenné papiere vydané inými domácimi finančnými spoločnosťami	2010, 2011	670 mil. €
Švédsko	0,036 %, ale znížená na 0,018 % počas 2009 a 2010	pasíva bánk mínus vlastný kapitál a podriadený dlh	2009	Ročne 250 mil. €
Veľká Británia	0,075 %	pasíva mínus poistené vklady, kapitál a repá zabezpečené štátnymi dlhopismi alebo dlhopismi nadnárodných inštitúcií (MMF a pod.)	2011	3 mld. € v 2012

Zdroj: FT Reporters: European states braced for tax backlash. www.ft.com, 11. január 2011.
Laznia, M.: Systém krízového riadenia bánk: nástrahy návrhu. *Biatic*, apríl 2011.

37 http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pres-sdata/SK/ec/115368.pdf

38 Dočasnú daň na bonusy zamestnancom zaviedli v roku 2009 Anglicko (banky a stavebné sporiteľne) a Francúzsko (úverové inštitúcie a investičné firmy okrem správcoských spoločností). V Taliansku vstúpila od 1. 1. 2010 do platnosti permanentná daň na bonusy a odmeny vo forme opcií na akcie platené manažérom a nezávislým profesionálom zamestnaným vo finančnom sektore.

39 Jenkins, P. a Wiesmann, G.: New taxes slash European bank profits. www.ft.com, 9. január 2011.

40 MMF: A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20, jún 2010.

NÁPRAVNÁ DAŇ ZDAŇUJÚCA FINANČNÉ INŠTITÚCIE

Nápravná daň zdaňujúca finančné inštitúcie (*Financial Stability Contribution – FSC*) spolu s makroobozretnou finančnou reguláciou môžu prispieť k obmedzeniu negatívnych externalít pochádzajúcich zo súkromných rozhodnutí vo finančnom sektore.

Ex ante zdanenie môže finančný sektor vnímať ako explicitné poistenie voči bankrotu, ktoré podporuje morálny hazard (spoločensky neželané nadmieru rizikové aktivity finančných inštitúcií). Dôležitá je preto súčasná možnosť úpadku finančnej inštitúcie, vrátane systémovo významnej (*systematically important financial institution – SIFI*). Len úpadok, náklady ktorého plne znášajú akcionári a nezabezpečení veritelia a nie daňovník, má potenciál pre disciplinujúci efekt vo forme odrádzania od príliš rizikových aktivít. Pre úpadok SIFI musí existovať osobitný režim riadeného bankrotu (*resolution regime*) z dôvodu, aby sa predišlo finančnej panike a dominovému bankrotu vo finančnom sektore.⁴¹ Dopredu (*ex ante*) vybrané bankové dane by teda mali byť legislatívne naviazané na osobitný mechanizmus riadeného úpadku a ich správa by mala byť v kompetencii agentúry krízového riadenia (*resolution agency*), ktorá tento mechanizmus bude zastrešovať.

Ak by boli dane uvalené len na banky, systémové riziko by sa presunulo do iných častí finančného sektora. Predmetom FSC by preto mali byť všetky finančné inštitúcie so zohľadnením ich významu pre systémové riziko v základe dane (napr. menší základ pri poisťovniach než bankách) a v sadzbe dane (výrazne nižšia sadzba pre malé konzervatívne banky než veľké a zložité). Po zabehnutí systému by sa tento mohol postupne zdokonaľovať smerom k individuálnym sadzbám pre každú finančnú inštitúciu v závislosti od individuálneho rizikového profilu, resp. príspevku inštitúcie k systémovému riziku. Výška sadzieb by mohla zohľadňovať aj aktuálnu fázu ekonomického cyklu, čo by prispelo k zmierneniu jeho procyklického správania.

Ako základ dane sa preferujú pasíva finančných inštitúcií, najlepšie po odrátaní vlastného kapitálu a poistených pasív. Existuje napr. návrh na zdanenie *non-core* pasív bánk.⁴² Sú to rôzne formy zdrojov (vrátane devízových), ktoré pochádzajú

z finančných trhov (*wholesale funding*) a nie od retailových vkladateľov. V časoch úverového boomu má agregatívny podiel *non-core* zdrojov na celkových pasívach bankového sektora tendenciu rásť, pretože objem retailových zdrojov nepostačuje na financovanie rýchleho rastu úverov. Sprievodnými javmi sú rastúca vzájomná prepojenosť finančných inštitúcií (cez nárast vzájomných expozícií) a skracovanie splatností pasív v dôsledku rastu počtu subjektov v reťazi sprostredkovania zdrojov (sekuritizácia). Keďže objem *non-core* zdrojov bankového sektora je dobrým indikátorom fázy úverového cyklu a miery podhodnotenia rizík, zavedenie dane na tieto zdroje môže obmedziť externality spojené s nadmerným rastom úverov a systémovým rizikom vyplývajúcim z prepojenia bánk. Do základu dane by mohli spadať aj niektoré podsúvahové položky, ktoré sú zdrojom systémového rizika.

Prvotné hrubé vládne zdroje, ktoré sú potrebné v prípade systémovej krízy, môžu výrazne prevýšiť konečný objem vynaložených čistých zdrojov, a aj z tohto dôvodu môžu presiahnuť kapacitu fondu krízového riadenia. V takomto prípade MMF odporúča, aby mala agentúra krízového riadenia (*resolution agency*) prístup aj k úverovým linkám od vlády. Keďže tieto úverové linky predstavujú stály nárok na vládne zdroje, finančné inštitúcie by mali za tento nárok platiť osobitný poplatok (výrazne nižší než je daň) do štátneho rozpočtu. Vláda môže rozhodnúť o pokračovaní vyberania dane na finančné inštitúcie aj po získaní plánovaného objemu prostriedkov vo fonde krízového riadenia. Výnosy z dane môžu potom smerovať do štátneho rozpočtu, pričom nápravný účinok daní na správanie finančných inštitúcií ostáva zachovaný.

DAŇ Z FINANČNÝCH AKTIVÍT

Ako sme už na začiatku článku uviedli, celkové nepriame náklady štátu (fiškálne, ekonomické, spoločenské) spojené so systémovou finančnou krízou sú mnohonásobne vyššie než priame fiškálne náklady na záchranu finančných inštitúcií. Vyššie rozobrané nápravné dane na finančné inštitúcie sa orientujú len na hraničné spoločenské škody niektorých aktivít finančného sektora. Ďalšie dane na finančné inštitúcie, ktoré sa orientujú na priemernú výšku spoločenských škôd z finančných aktivít a ich hlavným cieľom je fiškálny výnos, sú legitímne, pretože škody by sa inak

41 Rozsah a predmet tohto článku neumožňuje diskusiu o tom, aké charakteristiky by mal spĺňať a ako by mal fungovať efektívny režim riadeného bankrotu SIFI.

42 Shin, H. S.: *Macroprudential policies beyond Basel III*. Policy memo, Princeton University, 22. november 2010.

financovali kombináciou nárastu všeobecného zdanenia a zníženia verejných výdavkov. MMF v odporúčaní pre G20 navrhuje zavedenie dane z finančných aktivít (*Financial Activities Tax* – FAT), ktorá zaťažuje súčet ziskov a miezd finančných inštitúcií. Ide o analógiu dane z pridanej hodnoty (DPH), keďže dôchodkovým ekvivalentom vytvorenej pridanej hodnoty je súčet miezd a ziskov vo forme hotovostných tokov (*cash flow*). FAT teda v podstate zdaňuje čisté transakcie finančných inštitúcií. MMF zároveň neodporúča zavedenie foriem daní, ktoré by zaťažovali hrubé finančné transakcie (*Financial Transactions Tax* – FTT, napr. známy návrh Tobinovej dane na devízové transakcie).⁴³

FAT okrem výrazného potenciálu pre získanie dodatočných príjmov pre štát môže mať aj iný prínos. Pri správnom nastavení základu – ak základom dane budú len „nadmerné“ zisky a mzdy – FAT bude daňou na nadmernú ziskovosť vo finančnom sektore, resp. bude formou dane na tzv. renty vo finančnom sektore (príjmy, ktoré súvisia čisto zo špecifickým charakterom podnikania a postavením finančného sektora v ekonomike). FAT ako daň z nadmernej ziskovosti môže prispieť k obmedzeniu nadmerného podstupovania rizík finančnými inštitúciami, ktoré súvisia s podhodnocovaním rizík manažérmi alebo obchodníkmi finančných inštitúcií z dôvodu očakávania, že straty nakoniec ponesie niekto iný (štát, daňovník).

FAT, ak jej základom budú všetky odmeny, prakticky predstavuje daň z pridanej hodnoty vo finančnom sektore. Takáto daň by eliminovala daňové zvýhodnenie finančného sektora pri DPH v porovnaní s inými sektormi. Z technických dôvodov sa v niektorých krajinách DPH na finančné služby nevzťahuje, čo môže mať za následok relatívne väčší finančný sektor voči zvyšku ekonomiky, než je optimálne. Sadzba takejto dane by nemala byť príliš vysoká, aby sa predišlo neželaným efektom (presun ziskov a miezd do krajín s nižším daňovým zaťažením). Aj pri podstatne nižších sadzbách ako je obvyklá úroveň pre sadzby DPH, je možné počítať so zaujímavým výnosom FAT pre štátny rozpočet (v závislosti od veľkosti sektora).⁴⁴

Výhodou FAT je podľa MMF jej relatívne jednoduchá implementácia, keďže sa podobá na iné už existujúce dane. FAT, podobne ako DPH, priamo neovplyvní štruktúru aktivít finančných inštitúcií.

Na rozdiel od DPH, ktorú platia len koneční spotrebiteľia, FAT budú platiť aj firmy (finančné spoločnosti). Incidencia a výnos FAT bude závisieť od spôsobu definície základu dane. Čím bližšie je základ dane k tomu, aby daň postihovala rentu vo finančnom sektore (vyšší než normálny zisk a príliš vysoké mzdy), tým menšia je motivácia presúvať jej dopad z majiteľov a manažérov na klientov finančných inštitúcií vo forme vyšších poplatkov a úrokových marží. Aby bolo možné zdaňovať rentu obsiahnutú v zisku, je potrebné definovať zisk vo forme hotovostných tokov (*cash flow*), podobne ako je tomu implicitne pri DPH (investície sú plne odpočítateľné, nákladové úroky nie).⁴⁵ Renta v zisku, ktorá sa má (viac) zdaňovať je potom návratnosť na kapitál nad zvolenou referenčnou hodnotou. Referenčná úroveň mzdy pre stanovenie zložky renty v nej, podobne ako pri zisku, je daná odborným odhadom. V oboch prípadoch preto existuje riziko, že bude zdanený vysoký zisk/príjem, ktorý je výsledkom vyššej snahy a lepších schopností (produktivity) a nie nadmerného podstupovania rizík.

PODMIENKY EFEKTÍVNEHO DODATOČNÉHO ZDANENIA FINANČNÝCH INŠTITÚCIÍ

História naznačuje, že žiadna krajina nie je úplne imúnna voči finančnej kríze a finančné krízy sú spojené s vysokými nákladmi. Preto má určite zmysel sa zaoberať efektívnym riešením pre financovanie vysporiadania budúcich kríz. Takýmto riešením sa javí byť nejaká forma dodatočného zdanenia bánk. Aby bol účinok zo zavedenia nápravnej dane na finančné inštitúcie a dane z finančných aktivít čo najväčší bude potrebné splniť niekoľko podmienok:⁴⁶

1. Globálny charakter finančných trhov si vyžaduje globálnu koordináciu nie len pri finančnej regulácii, ale aj pri dodatočnom zdanení bánk. Medzinárodná dohoda aspoň ohľadom základných princípov zdanenia finančných inštitúcií prispeje k obmedzeniu motivácie pre vyhýbanie sa zdaneniu cez realokáciu a reštrukturalizáciu finančných aktivít.⁴⁷ Medzinárodná koordinácia je dôležitá okrem zmiernenia deformácií v konkurencii aj pri predchádzaní dvojitého zdanenia (dohodou ohľadom daňovej bázy).
2. Zintenzívnenie snáh proti agresívnej daňovej optimalizácii (*tax planning*) zo strany finančných inštitúcií má v kontexte ich ďalšieho zdanenia veľký význam.

43 FTT nemajú nápravný potenciál vo vzťahu k systémovému riziku, dopad na klientov by bol výrazný a minimálny na manažérov a vlastníkov finančných inštitúcií a existujú oveľa efektívnejšie nástroje na získavanie príjmov pre štát. Podrobná diskusia o FTT je v Matheson, T.: *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*. In: *Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20*, september 2010.

44 Podrobnejšie v MMF: *A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20*, Appendix 6, časť B, jún 2010.

45 Základnou charakteristikou takejto formy zdanenia zisku je jej neutralita vo vzťahu k investičným rozhodnutiam. Viac informácií o technických detailoch ohľadom spôsobov definície zisku pre potreby FAT je možné nájsť v Keen, M., Krelove, R., Norregaard, J.: *The Financial Activities Tax*. In: *Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20*, september 2010.

46 MMF: *A fair and substantial contribution by financial sector: Final report for the G-20*, jún 2010.

47 Napríklad dohoda o minimálnej daňovej sadzbe môže v praxi prispieť k podstatnému obmedzeniu kolektívnych strát z nekoordinovaného zdanenia.

3. Bude potrebné sa zamerať na obmedzenie existujúcich daňových deformácií, ako napr. daňovo uznané úrokové náklady, čo daňovo zvýhodňuje dlhové financovanie (finančnú páku) oproti financovaniu kapitálom.
4. Pri implementácii a nastavení dodatočného zdanenia finančných inštitúcií bude potrebné zohľadniť aj očakávané náklady chystaných regulačných opatrení, aby sa predišlo prílišnému zaťaženiu finančných inštitúcií.

AKÝ PRÍSTUP/POSTUP ZVOLIŤ NA SLOVENSKU?

Aj na základe uvedených informácií je možné urobiť záver, že v podmienkach Slovenska je

ďalšie zdanenie finančných inštitúcií (bánk) síce politicky veľmi atraktívne vzhľadom na zlý stav verejných financií (box), no z odborného hľadiska by mal byť väčší dôraz na aspekt finančnej stability. Keďže rast deficitu v rozpočte verejného sektora a rast verejného dlhu najmä v uplynulých dvoch rokoch sú výsledkom kombinácie negatívneho vplyvu globálnej hospodárskej krízy a nadmerného rastu vládnych výdavkov (hlavne v roku 2009), neexistuje na Slovensku taký dôvod *ex post* zdaneniu finančných inštitúcií, aký majú tie krajiny, ktoré vynaložili veľký objem verejných prostriedkov na bezprostrednú záchranu finančných inštitúcií a stabilizáciu svojich finančných systémov.

Box 2

CHYSTANÝ OSOBITNÝ BANKOVÝ ODVOD NA SLOVENSKU⁴⁸

Podľa návrhu zákona o osobitnom odvode vybraných finančných inštitúcií a o doplnení zákona 479/2009 Z. z. o orgánoch štátnej správy v oblasti daní a poplatkov a o zmene a doplnení niektorých zákonov (ďalej len návrh zákona) sa stanovuje povinnosť platenia odvodu pre banku a pobočku zahraničnej banky. Základom pre výpočet odvodu je pod-

ľa návrhu zákona suma pasív znížená o sumu vlastného imania a o hodnotu chránených vkladov. Sadzba ročného odvodu sa navrhuje na úrovni 0,2 % z uvedeného základu. Odvody majú byť príjmom štátnych finančných aktív. Ich správu má vykonávať Daňový úrad. Navrhovaná účinnosť zákona je od 1. januára 2012.

V odbornej rovine je v podmienkach Slovenska legitímnejšia téma zdrojov pre financovanie možných budúcich finančných kríz. Aj taký konzervatívny model bankovníctva, aký je na Slovensku, môže mať v sebe prvky systémového rizika. Z tohto hľadiska má opodstatnenie aspoň minimálna úroveň zdanenia bánk s cieľom vygenerovať za určité časové obdobie osobitný fond pre riešenie prípadnej finančnej (bankovej) krízy.⁴⁹ Takýto fond by bol súčasťou mechanizmu krízového riadenia vo finančnom sektore, ktorý by v žiadnom prípade neslúžil na záchranu upadajúcej systémovo významnej alebo inej banky (naopak, jeho hlavnou funkciou by bol riadený úpadok finančnej inštitúcie). Vzhľadom na riziko neželaných efektov by bolo kontraproduktívne, keby Slovensko jednostranne rozhodlo o zdanení finančných inštitúcií za účelom podpory finančnej stability. Legislatívny návrh Európskej komisie (EK) pre nový rámec krízového riadenia EÚ vo finančnom sektore bude

k dispozícii v lete 2011.⁵⁰ Tento rámec sa bude vzťahovať na banky a investičné spoločnosti a jeho súčasťou je aj požiadavka na založenie fondov krízového riadenia bánk (*bank resolution fund*) členskými krajinami EÚ.⁵¹ Tieto fondy majú byť financované z príspevkov bánk a investičných spoločností, stanovených pre každú inštitúciu na základe jej pasív. Pri schvaľovaní tejto legislatívy by Slovensko malo presadzovať dohodu o spoločných princípoch zdanenia pasív finančných inštitúcií (t. j. dohodu na úrovni EÚ o daňovej báze a minimálnej sadzbe) pričom by členské krajiny mali mať možnosť nad rámec tejto dohody prispôsobiť parametre zdanenia lokálnej situácii (miere príspevku finančných inštitúcií k systémovému riziku).⁵² Pri voľbe daňového základu by sa mal brať do úvahy najmä nápravný účinok dane.

V októbri 2010 EK vyjadrila podporu aj pre zavedenie FAT (zdanenie zisku a miezd banky) na

48 <https://lt.justice.gov.sk/Material/MaterialDocuments.aspx?instELD=1&matEID=3973&langEID=1>

49 Rozhodnutie o zdanení iných finančných inštitúcií, napr. poisťovní, by malo zohľadňovať ich príspevok k systémovému riziku. Ten je momentálne v slovenských podmienkach zanedbateľný.

50 http://ec.europa.eu/inter-national_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf

51 Do konca roka 2011 príde EK s návrhom obdobných opatrení aj pre iný typ finančných inštitúcií vrátane poisťovní.

52 Minimálne spoločné princípy by sa mali dohodnúť aj pre prípad dodatočného zdanenia a poplatkov, ak je fond v čase potreby jeho použitia nedostatočný a je nevyhnutná pôžička vlády alebo centrálnej banky.



úrovni EÚ.⁵³ Ďalšou iniciatívou Európskej komisie v tomto smere bola verejná konzultácia, ktorá bola uzavretá v apríli 2011.⁵⁴ Zavedenie FAT na úrovni EÚ by na jednej strane zmiernilo výhody finančného sektora oproti zvyšku ekonomiky v jeho preferenčnom postavení vo vzťahu k DPH, no na druhej strane by uvalenie FAT na banky s veľkou pravdepodobnosťou viedlo k ďalšiemu zvýšeniu klientskych poplatkov a nárastu úrokových marží, ktoré sú už aj tak vysoké. Banky tiež argumentujú, že ich výkazníctvo nie je založené na zaznamenávaní hotovostných tokov, a preto by zavedenie takto koncipovanej dane predstavovalo pre ne značnú administratívnu a finančnú záťaž.⁵⁵ Zavedenie tejto dane by malo opodstatnenie pri refundácii verejných zdrojov alebo iných nepriamych nákladov vynaložených na riešenie krízy vo finančnom sektore. Jednostranné zavedenie tejto dane na národnej úrovni, ak nebude len krátkodobé, je však v podmienkach jednotného trhu EÚ spojené s rizikom neželaných efektov v bankovom sektore a ekonomike. Navyše takéto *ex post* zdanenie má nevýhody, že postihuje preživšie firmy (zbankrotované neplatia nič) a má procyklický efekt (zvyšuje náklady v najnevhodnejšom čase).

Literatúra

- Alessandri, P., Haldane, A. G.: Banking on the state. *Bank of England*, november 2009.
- European banking federation comments on the European commission's Consultation paper on financial sector taxation. www.ebf-fbe.eu, apríl 2011.
- Financial Stability Board: Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110219.pdf, február 2011.
- FT Reporters: European states braced for tax backlash. www.ft.com, 11. január 2011.
- Keen, M., Krolow, R., Norregaard, J.: The Financial Activities Tax. In: *Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20*, september 2010.
- Laznia, M.: Systém krízového riadenia bánk: nástrahy návrhu. *Biatec*, apríl 2011.
- Matheson, T.: Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. In: *Financial sector taxation: The IMF's report to the G-20*, september 2010.
- MMF: A fair and substantial contribution by financial sector. Final report for the G-20, jún 2010.
- Schildbach, J.: Direct fiscal cost of the financial crisis. *Deutsche Bank Research*, 14. máj 2010.
- Shin, H. S.: Macroprudential policies beyond Basel III. Policy memo, *Princeton University*, 22. november 2010.

53 http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/com_2010_0549_en.pdf

54 http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/consultations/tax-financial_sector/consultation_document_en.pdf

55 European banking federation comments on the European commission's Consultation paper on financial sector taxation, www.ebf-fbe.eu, apríl 2011.



2 VPLYV FINANČNEJ KRÍZY NA POZÍCIU VEREJNÝCH FINANCIÍ

ANNA STRACHOTOVÁ

V tomto príspevku sa zameriame na identifikáciu kanálov, prostredníctvom ktorých finančná a hospodárska kríza ovplyvnila vývoj dlhovej pozície verejného sektora na Slovensku a vo vybraných krajinách EÚ. Analyzujeme najmä ako zmeny v miere rastu ekonomiky, inflácii a deficite verejných financií ovplyvňujú udržateľnosť dlhovej pozície a citlivosť na zmeny týchto parametrov.

V dôsledku finančnej a hospodárskej krízy fiškálny deficit a dlh sektora vlády v krajinách EÚ výrazne vzrástol. V rozvinutých ekonomikách sa do rastúceho zadlženia premietla výrazná podpora agregátneho dopytu a kľúčových odvetví (protikrizové stimuly) a preberanie záväzkov za finančné a nefinančné spoločnosti. V nových členských krajinách nárast dlhu súvisel viac s výpadkom príjmov v súvislosti s poklesom ekonomickej aktivity.

Okrem výrazného nárastu dlhu bol v posledných dvoch rokoch v krajinách EÚ zaznamenaný bezprecedentný nárast rizikovej prirážky dlhodobých cenných papierov suverénnych štátov. Nedôvera trhov si vyžiadala zásah EÚ a medzinárodných organizácií⁵⁶ na podporu viacerých ohrozených členských štátov. V periférnych ekonomikách eurozóny sa v priebehu roku 2010 rozvinula dlhová kríza.

Predpokladá sa, že dlhy suverénnych krajín v najbližších rokoch ešte porastú, kým sa krajinám podarí začať účinne naplňovať konsolidačné ciele. Vzhľadom na negatívne dopady vysokého zadlženia na rast potenciálu ekonomiky a menovú a finančnú stabilitu je potrebné, aby fiškálna politika realizovala stratégiu, ktorá by v prvom kroku stabilizovala dlhový pomer na aktuálnej úrovni a následne v strednodobom horizonte normalizovala rozpočtovú a bilančnú pozíciu sektora verejnej správy. V prípade viacerých krajín to znamená výraznejšiu konsolidáciu než iba návrat na predkrízové hodnoty. Popri najpravdepodobnejšom scenári vývoja musia krajiny počítať aj s rizikami spojenými so zmenami parametrov, ktoré ovplyvňujú dynamiku vládneho dlhu.

Otázka strednodobej a dlhodobej udržateľnosti dlhovej pozície štátov je umocňovaná problémom starnutia európskej populácie, ktorý si do budúcnosti vyžaduje zahrnutie značných nákladov do bilancie verejných financií.

Problematický vývoj v poslednom období viedol k otázkam o primeranosti a udržateľnosti zadlženia verejného sektora. Môže mať výrazný negatívny vplyv na výhľady rastu v krajinách EÚ a na financovanie súkromného sektora. Eskalácia dlhovej krízy suverénnych štátov a možnosť náklady znamenajú zvýšené riziká tiež pre finančné inštitúcie vystavené suverénnym dlhom, ako aj pre ostatné krajiny so zatiaľ vcelku priaznivou dlhovou pozíciou, ale so slabšími makroekonomickými fundamentmi.

VÝZNAM SEKTORA VLÁDY PRE FINANČNÚ STABILITU

Dlhová pozícia verejného sektora je dôležitou súčasťou makroekonomických fundamentov a finančnej politiky. Vzhľadom na schopnosť verejných financií generovať stabilné príjmy v budúcnosti, nesú vládne cenné papiere nízke riziko defaultu, riziko oddialenia splatnosti (*extension*) a sú vysoko likvidné. Vládne cenné papiere majú teda vhodné vlastnosti na to, aby mohli slúžiť ako etalón finančným trhom pre ocenenie rizikovosti ostatných finančných aktív v danej ekonomike.

Zadlženosť sektora verejných financií sa odvíja najmä od rozhodnutí o fiškálnej politike, ale aj od menovopolitického rámca. Do bilancie sektora sa však môžu prenášať nerovnováhy z bilancii súkromného sektora (implicitné záväzky a záruky finančným a nefinančným podnikom) a dopady interakcií medzi finančnými bilanciami sektorov ekonomiky (Allen, 2002).

Vzťah medzi verejnými financiami a finančnou stabilitou ovplyvňuje charakter fiškálnej politiky (výška dosahovaných príjmov), výška dlhu, jeho štruktúra (typy dlhových nástrojov a ich maturita), investorská základňa, stupeň rozvoja kapitá-

⁵⁶ Maďarsko a Lotyšsko prijali programy MMF zahŕňajúce stabilizačné opatrenia vrátane sprísnenia fiškálnej politiky v roku 2008, Grécko v máji 2010, Írsko v novembri 2010 prijalo pomoc EÚ a v máji roku 2011 aj Portugalsko.

lového trhu a inštitucionálne faktory (Das, 2010). V tomto príspevku sa zameriame iba na riziká plynúce z celkovej výšky dlhu.⁵⁷

FIŠKÁLNA UDRŽATEĽNOSŤ

Udržiavanie dôvery vo fiškálnu solventnosť je kľúčová. Fiškálna solventnosť si podľa ekonomickej teórie vyžaduje, aby vláda bola schopná generovať v budúcnosti prebytky primárnej bilancie, ktoré pokryjú platby nesplateného dlhu (t. j. súčasná diskontovaná hodnota budúcich primárnych prebytkov sa musí rovnať hodnote existujúceho verejného dlhu). Nedostatkem teoretického konceptu udržateľnosti je jeho prílišná všeobecnosť a nemožnosť použiť ho v rozhodovaní o charaktere fiškálnej politiky, keďže hovorí len toľko, že dlh musí byť splatený niekedy v budúcnosti.

Prakticky sa najčastejšie ako benchmark odlišujúci udržateľné politiky od neudržateľných používa kritérium nerastúceho dlhového pomeru (zvyčajne hrubý dlh verejného sektora v pomere k HDP). V najužšom zmysle znamená fiškálna udržateľnosť dosahovanie takej rozpočtovej bilancie, ktorá stabilizuje deficit verejných financií a dlh na určitej špecifikovanej úrovni. Všeobecne známe a pre krajiny EÚ záväzné je maastrichtské kritérium pre dlh verejných financií, podľa ktorého by dlhový pomer nemal presiahnuť 60 % HDP alebo by mal v prípade vyššieho dlhového pomeru k tomuto limitu konvergovať. Vývoj v poslednom období však naznačuje, že len jednoduchý numerický cieľ nie je dostatočný, ale vhodnejšie by bolo pri hodnotení udržateľnosti dlhu zohľadňovať špecifiká konkrétnej krajiny (napr. výška a volatilita príjmov rozpočtu, kompozícia dlhu).

Box 3

MATEMATICKÝ APARÁT PRE VÝPOČET DYNAMIKY DLHU

Účtovnú identitu rozpočtu konsolidovaného sektora vlády možno najvšeobecnejšie vyjadriť:

$$G_t + i_t D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (H_t - H_{t-1}) \quad (b1)$$

G – nominálne primárne výdavky vlády
i – nominálna implicitná úroková sadzba dlhu
D – implicitná úroková sadzba je počítaná ako pomer platených úrokových nákladov k dlhu na konci predchádzajúceho roka
T – príjmy rozpočtu vlády
 $D_t - D_{t-1}$ – emisia nového dlhu
 $H_t - H_{t-1}$ – seignorage, zmena stavu pasív centrálnej banky alebo menovej bázy. Predpokladáme, že dlhodobá miera inflácie je nízka a stabilná, takže tento zdroj verejných financií generuje nízke príjmy a v ďalšom od neho abstrahujeme.

Rovnica (b1) znamená, že vládne výdavky G a náklady na obsluhu dlhu akumulované v predchádzajúcom období D_{t-1} musia byť nižšie alebo rovné sume daňových príjmov T, emisie nového dlhu $D_t - D_{t-1}$ a príjmov zo seignorage $H_t - H_{t-1}$.

Po vyjadrení v podieloch nominálneho HDP je zmena verejného dlhu:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - y_t}{1 + y_t} d_{t-1} - pb_t \quad (b2)$$

kde y je rast nominálneho HDP a pb je primárna bilancia rozpočtu, alebo

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t \quad (b3)$$

kde r je reálna implicitná úroková sadzba a g je rast reálneho HDP.

Politika vlády ovplyvňuje úroveň dlhu prostredníctvom primárnej bilancie **pb** a reálnej úrokovvej sadzby r. Ak reálne úrokové sadzby sú vyššie ako reálny rast ekonomiky, dlhový pomer môže narastať aj v prípade ak vláda dosahuje primárny prebytok.

Základnou podmienkou udržateľnosti dlhu je jeho konvergovanie k určitému konečnému limitu. Rast dlhového pomeru musí byť nižší ako rast úrokových sadzieb (tzv. podmienka *no Ponzi hry*). V prípade Ponzi finančnej schémy je existujúci dlh obsluhovaný (do nekonečna) emisiou dodatočného dlhu, ktorý pokrýva úrokové platby a istinu dlhu. Za predpokladu, že sa veritelia správajú racionálne, financovanie formou Ponzi schémy nebude fungovať (Chalk, 2000).

57 Rôzne charakteristiky štruktúry dlhu 23 krajín EÚ sú uvedené v práci Eminescu (2010).

**PODMIENKA PRE ZACHOVANIE KONŠTANTNÉHO
DLHOVÉHO POMERU**

Keď sa dlhový pomer vo vzťahu (3) nemení, $d_t - d_{t-1} = 0$, potom

$$\frac{pb_t}{d_{t-1}} = \frac{r - g}{1 + g} \quad (b4)$$

Primárny prebytok v pomere k dlhu sa musí rovnať rozdielu medzi reálnym výnosom dlhu a reálnym rastom outputu. Tento vzťah možno znázorniť graficky priamkou, pretínajúcou x-ovú os pod 45 stupňovým uhlom.

**PRIMÁRNA BILANCIA, S KTOROU JE MOŽNÉ DOSIAHNUŤ
DANÝ DLHOVÝ POMER V KONEČNOM ČASOVOM
HORIZONTE**

Ak sa udržiava konštantná primárna bilancia pb^* , je možné dosiahnuť cieľový dlhový pomer, keď:

$$pb_t^* = \frac{\lambda}{(1 + \lambda)^{-N} - 1} ((1 + \lambda)^{-N} d_N^* - d_0) \quad (b5)$$

kde d_0 počiatočný dlhový pomer
 d_N^* plánovaný dlhový pomer, ktorý má byť dosiahnutý za N časových období

$$\lambda = \frac{r - g}{1 + g}$$

**DEKOMPOZÍCIA NÁRASTU DLHOVÉHO POMERU VRÁTANE
ZOSÚLADENIA DLHU A DEFICITU**

Ak predpokladáme, že vývoj dlhu je ovplyvnený aj finančnými operáciami ako napr. príjmami z privatizácie, vplyvom kurzových zmien na dlh emitovaný v cudzej mene, vzťah (b2) bude rozšírený o zosúladenie dlhu a deficitu

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - y_t}{1 + y_t} d_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (b6)$$

kde sfa je zosúladenie dlhu a deficitu.

**ÚLOHA ÚROKOVÝCH SADZIEB, INFLÁCIE A RASTU
EKONOMIKY PRE DYNAMIKU DLHU**

Vývoj dlhového pomeru d charakterizuje vzťah⁵⁸:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t \quad (1)$$

Kde d je dlhový pomer, r sú reálne implicitné úrokové platby (upravené o reálny rast ekonomiky g) a pb je primárna bilancia.

Zmena dlhového pomeru je podmienená nákladmi na obsluhu dlhu z minulosti a primárnou bilanciou rozpočtu verejných financií. Zo vzťahu (1) vyplýva, že veľkosť dlhu má vplyv na to, ako silne pôsobí efekt rastu reálneho HDP na znižovanie dynamiky dlhu. Pri zmene diferenciálu úrokových sadzieb a rastu (poklese reálneho rastu g a náraste reálnych úrokových sadzieb r) treba dlh v závislosti od dlhového pomeru intenzívnejšie konsolidovať (primárny prebytok potrebný na stabilizáciu musí byť vyšší). Krajiny s vysokým dlhovým bremenom sú citlivejšie na pokles rastu, aj na vplyv inflácie na reálne náklady dlhu.

Rozdiel medzi reálnymi úrokovými platbami a reálnym rastom HDP – diferenciál $(r - g)$ ⁵⁹ je zásadným parametrom, ktorý podmieňuje vý-

voj dlhového pomeru. Pre rozvinuté trhové ekonomiky je v dlhom časovom období diferenciál $(r - g)$ pozitívny vzhľadom na dosahované vyššie reálne úrokové sadzby ako je reálny rast. Negatívny diferenciál je pokladaný za dočasný fenomén⁶⁰, ktorý dosahujú najmä rozvíjajúce sa ekonomiky dosahujúce vysoký ekonomický rast a vyššiu mieru inflácie, meranú deflátorom HDP, ako to bolo v prípade nových členských krajín EÚ. Dosahovali ho aj periférne ekonomiky eurozóny v období po vstupe do eurozóny, keď sa prudko znížili úrokové sadzby.

Ekonomiky s negatívnym diferenciálom majú možnosť dosahovať primárne deficity (do určitej úrovne) a pritom zároveň udržiavať dlhový pomer na nezmenenej úrovni. Pokiaľ by sa dlhodobu udržal negatívny diferenciál $(r - g)$, existuje určitý maximálny primárny deficit konzistentný s nerastúcim dlhovým bremenom.⁶¹

VÝVOJ DLHOVEJ POZÍCIE SEKTORA VEREJNÝCH FINANCIÍ

Vývoj dlhovej pozície sektora verejných financií budeme porovnávať v skupine krajín tvorených Slovenskom, ďalšími piatimi krajinami eurozóny – Gréckom, Írskom, Portugalskom, Slovinskom a Estónskom a skupinou nových členských krajín

58 Matematický aparát pre výpočty dynamiky dlhu je uvedený Boxe 3.

59 Kvôli zjednodušeniu používame v ďalšom texte označenie $(r - g)$ pre celý vzťah $(r_t - g_t)/(1 + g_t)$.

60 Escolano, 2010.

61 Podľa vzťahu (b4) v Boxe 3.

Tabuľka 10 Konsolidácia dlhu (% HDP)

	Dlhový pomer				Primárna bilancia	
	2002	Zmena 2002-2007	Zmena 2008-2010	Zmena 2010-2012 ¹⁾	2010	Štruktúrálna PB ²⁾
Česká republika	28,2	0,8	8,6	4,4	-3,3	-2,6
Estónsko	5,7	-2,0	2,0	0,4	0,3	2,6
Írsko	32,1	-7,1	51,8	21,7	-29,2	-27,0
Grécko	101,7	3,8	32,0	23,4	-4,9	-2,7
Lotyšsko	13,5	-4,5	25,1	4,7	-6,2	-3,6
Litva	22,3	-5,4	22,6	5,4	-5,3	-3,3
Maďarsko	55,6	10,5	7,9	-7,5	-0,1	2,0
Poľsko	42,2	2,8	7,9	0,1	-5,2	-4,7
Portugalsko	53,7	14,4	21,4	14,4	-6,1	-5,8
Slovinsko	28,0	-4,8	16,1	8,0	-4,0	-1,4
Slovensko	43,4	-13,8	13,2	5,8	-6,6	-6,1

Zdroj: EK, máj 2011.

1) Prognóza EK.

Poznámka: Štruktúrálna primárna bilancia – primárna bilancia očistená o vplyv cyklických faktorov.

pozostávajúcou z Českej republiky, Maďarska, Poľska, Litvy a Lotyšska.

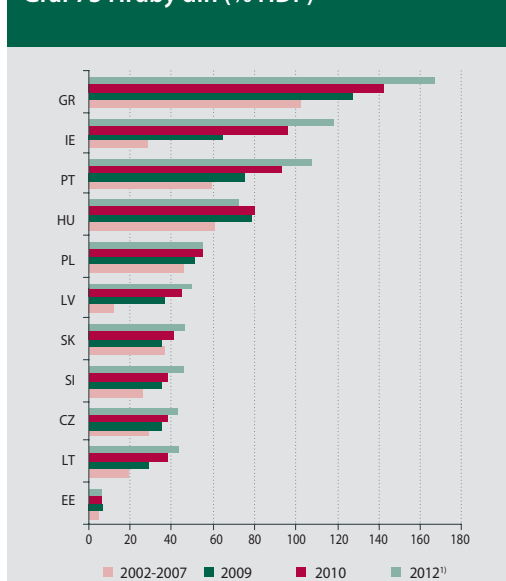
Tieto krajiny sú z hľadiska bilančnej pozície verejných financií pomerne heterogénne. Grécko, Maďarsko, Portugalsko a Poľsko akumulovali vysoké dlhy už dlhodobo, ostatné krajiny zaznamenali nárast dlhu v súvislosti s finančnou krízou (Írsko) a po prenesení do reálnej ekonomiky. Pred krízou mali krajiny okrem Grécka dlhový pomer v rámci maastrichtského kritéria.

Veľmi nízke zadĺženie verejného sektora v poľských krajinách bolo do veľkej miery podmienené preferovaním fixného kurzového režimu. Domáce ekonomické podmienky však viedli k prudkému rastu zadĺženia súkromného sektora voči zahraničiu. Riešenie vzniknutých nerovnováh po roku 2007 sa premietlo do výrazného nárastu dlhu verejného sektora.

V období 2002 – 2008 sa, s výnimkou krajín, ktoré vstúpili do eurozóny⁶² (Slovinsko, Slovensko, Estónsko) a Litvy, dlhový pomer zhoršoval. V súčasnosti a v horizonte do roku 2012 Európska komisia (EK) predpokladá vo všetkých krajinách ďalší nárast dlhového pomeru.

Rozdiely vo výške dlhového pomeru v období pred krízou a jeho nasledujúci nárast ilustruje graf 73.

Pozíciu verejného sektora možno posudzovať aj na základe vývoja čistého dlhu. Čistá dlhová po-

Graf 73 Hrubý dlh (% HDP)


Zdroj: EK.

1) Prognóza EK.

zícia (pasíva mínus finančné aktíva) hovorí o tom, nakoľko sú záväzky sektora kryté finančnými aktívami, ktoré by eventuálne mohli byť (pomerne rýchlo) použité na splatenie dlhu. Vývoj čistej dlhovej pozície je zvyčajne menej komunikovaný, vzhľadom na vyššiu volatilitu jej vývoja a nižšiu transparentnosť.⁶³

Rozpočtová pozícia (očistená o jednorazové a cyklické vplyvy) v grafe 74 dopĺňa informáciu

62 Slovinsko sa stalo členom eurozóny v roku 2007, Slovensko v 2009 a Estónsko v 2011.

63 Údaje o hrubom dlhu sú dostupné okamžite a presne, ohodnotenie výšky a likvidity finančných aktív je problematickejšie.

Graf 74 Čistý dlh a fiškálna bilancia (% HDP)


Zdroj: EK, Eurostat, výpočty NBS.

Poznámka: V priemere za roky 2002 – 2007 v porovnaní so situáciou v roku 2009.

o tom, nakoľko krajiny akumulovali zadlžovanie dodatočnými fiškálnymi tokmi. Revidovaný Pakt stability a rastu ukladá krajinám ako strednodobý cieľ dosiahnuť štrukturálny deficit maximálne do 1 % HDP. Túto požiadavku okrem Estónska a Írska pred krízou sledovaná skupina krajín nespĺňala a v súčasnosti sa od tohto etalónu ešte viac vzdialila (výnimkou je Maďarsko).

Z piatich krajín, ktoré boli pred krízou v pozícii čistého veriteľa, si túto pozíciu zachovalo len Estónsko.⁶⁴ Estónsko spolu s Írskom vykazovali pred krízou prebytkové rozpočtové hospodárenie, takže neakumulovali dlh dodatočnými fiškálnymi tokmi. Najvyššia relatívna zadlženosť bola naakumulovaná – podobne ako v prípade hrubého dlhu – aj z hľadiska úrovne čistého dlhu v Grécku, Portugalsku a Maďarsku.

Vývoj HDP

V predkrízovom období dosahovali krajiny vysoký rast, ktorý napomáhal zmierňovaniu dynamiky dlhu. Tento vývoj bol v nových členských krajinách EÚ podporovaný rozsiahlym prílevom kapitálu zo zahraničia a priaznivými podmienkami financovania. Do konca roku 2008 krajiny neboli finančnou krízou zasiahnuté. Dôvera trhov v rozvíjajúce sa ekonomiky sa otočila po septembri 2008 a krajiny boli prostredníctvom finančných kanálov/trhov silne zasiahnuté⁶⁵. Tomuto tlaku unikli hlavne Slovensko, ktoré už bolo členom eurozóny a Slovensko, ktoré v tom čase malo stanovenú paritu konverzného kurzu a bolo potvrdené jeho smerovanie do eurozóny. V roku 2009 sa však prenesenie problémov z finančných trhov do reálnej ekonomiky prejavilo recesiou (s výnimkou Poľska).

V roku 2010 nastalo vo väčšine krajín opätovné oživenie. V horizonte do roku 2012 však EK ne-

Graf 75 Reálny HDP (medziročná zmena, %)


Zdroj: EK, máj 2011.

1) Prognóza EK.

64 Akumulácia značných fiškálnych rezerv v predkrízovom období umožnila Estónsku splniť maastrichtské kritérium deficitu aj napriek poklesu HDP v rokoch 2008 – 2009.

65 Dopadom finančnej a hospodárskej krízy na nové členské krajiny sa venuje napr. práca Gardo (2010).

Graf 76 Reálne implicitné úrokové sadzby (%)


Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

1) Prognóza EK.

predpokladá návrat rastu na predkrízové hodnoty.

VÝVOJ ÚROKOVÝCH SADZIEB

Graf 76 znázorňuje vývoj implicitných úrokových sadzieb za posledných desať rokov. Tieto sadzby sú tvorené sumou úrokových nákladov platených v danom roku v pomere k celkovému dlhu v predchádzajúcom období. Výška úrokových nákladov je určená rozhodnutiami prijatými v minulosti a je závislá na kompozícii a maturite dlhu. Po odpočítaní miery inflácie v ekonomike, meranej deflátorom HDP, získame informáciu o reálnych úrokových sadzbách.

V období rokov 2000 – 2007 boli priaznivé podmienky pre konsolidáciu dlhu aj z hľadiska nízkych a klesajúcich reálnych úrokových sadzieb. Pred krízou boli všeobecne reálne úrokové sadzby nízke, na trhoch bol dostatok likvidity a rizikové prémie boli nízke. Nové členské krajiny boli navyše tržmi oceňované veľmi priaznivo v porovnaní s ostatnými rozvíjajúcimi sa ekonomikami, keď dosahovali pomerne nízke rizikové prirážky. (Luengnaruemitchai, 2007).

Po zmene parametrov (prepade HDP, poklese inflácie) sadzby výrazne vzrástli. Nárast úrokových

sadzieb bol pravdepodobne ovplyvnený aj rizikovými faktormi ako vývoj očakávanej inflácie, zhoršenie fiškálnej pozície a očakávaný pohyb kurzu.⁶⁶

Celkový vplyv krízy na diferenciál ($r - g$) a očakávaný vývoj do roku 2012 ilustruje graf 77.

VÝVOJ BILANCIE VEREJNÝCH FINANCIÍ

Základný ukazovateľ fiškálnej pozície, ktorý používa EK, je cyklicky upravené primárne saldo. Cyklicky upravené rozpočtové saldo meria, aké by bolo rozpočtové saldo, ak by neexistovali cyklické výkyvy a ekonomika by sa nachádzala na svojej potenciálnej/trendovej úrovni.

Dôsledkom hospodárskej krízy poklesol potenciálny produkt. Časť jeho straty môže byť trvalá, čo by znamenalo stratu časti príjmov (súvisiacich napr. s realitným boomom). Ďalším dôsledkom poklesu potenciálneho outputu je zhoršenie štrukturálneho deficitu verejnej správy, ktorý bol v čase boomu ešte horší než sa pôvodne predpokladalo.

Obdobie krízy znamenalo zhoršenie fiškálnej bilancie, ktorá však aj v čase rýchleho rastu bola (v priemere) pomerne slabá.

⁶⁶ Literatúra o determinantoch vývoja úrokových sadzieb na vládne cenné papiere v prípade nových členských krajín zatiaľ neprináša jednoznačné závery. Konštatuje sa, že premenné, ktoré vysvetľujú pohyby spreadov v prípade rozvinutých trhových ekonomik, fungujú v prípade nových členských krajín podstatne slabšie.

Graf 77 Diferenciál (r - g) (%)



Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

1) Prognóza EK.

Graf 78 Primárna bilancia (% HDP)



Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

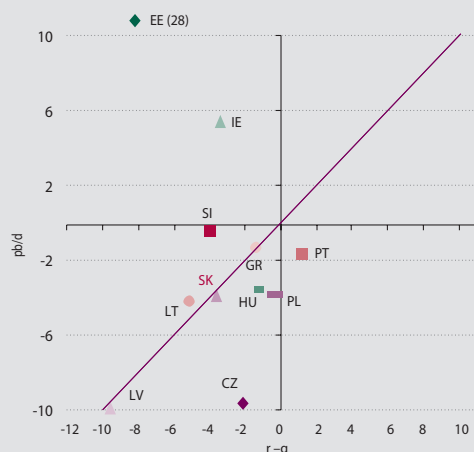
SPOLUPÔSOBNIE ROZPOČTOVEJ POZÍCIE A MAKROEKONOMICKÝCH PARAMETROV EKONOMIKY

Spolupôsobenie rozpočtovej pozície a diferenciálu (r - g) dokumentujú grafy 79 a 80. Na to, aby sa dlhový pomer nezhoršoval, musí byť primárna bilancia v pomere k hrubému dlhu vyššia alebo rovná diferenciálu (r - g).⁶⁷ Túto pozíciu indikuje priamka pretínajúca x-ovú os pod 45-stupňovým

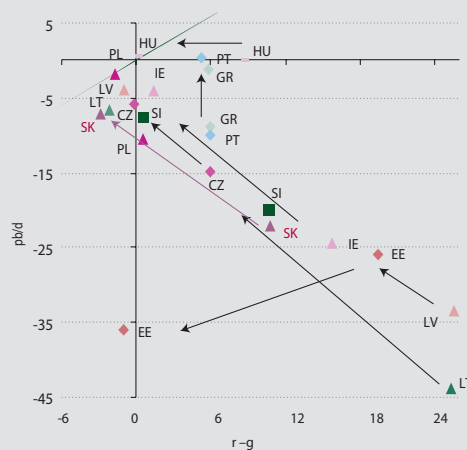
uhlom. Krajina, ktorá sa nachádza na tejto priamke (alebo nad ňou) má dlhový pomer stabilný (resp. klesajúci).

V období pred krízou väčšina porovnávaných ekonomík mala síce primárne bilancie deficitné, ale dlh stabilizoval priaznivý (t. j. negatívny) diferenciál (r - g). Celkovo priaznivý výsledok tak zakrýval skutočnosť, že fiškálna politika

67 Vztah (b4) v Boxe 3.

Graf 79 Diferenciál ($r - g$) a primárna bilancia v priemere za 2002 – 2008


Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

Graf 80 Diferenciál ($r - g$) a primárna bilancia 2009, 2012¹⁾

Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.
1) Prognóza EK.

neprispevala dostatočne k udržateľnosti pozície verejného sektora a dlh stabilizovalo najmä „automatické“ pôsobenie makroekonomických parametrov.

Po rozvinutí krízy a zmene parametrov sa tento problém odhalil. V období rozvinutia hospodárskej krízy (rok 2009) nastal presun pozície fiškálnej politiky na neudržateľnú trajektóriu. Do roku 2012 by mala podľa projekcie EK z mája 2011 nastať určitá korekcia, vzhľadom na obnovenie rastu ekonomík. Na dosiahnutie udržateľnosti verejných financií je však potrebné, najmä výrazné zlepšenie štrukturálnej primárnej bilancie.

PRIMÁRNA BILANCIA STABILIZUJÚCA DLHOVÝ POMER

Na zhodnotenie toho, do akej miery sa aktuálna fiškálna pozícia odchyľuje od udržateľnej úrovne⁶⁸ sa uvádza v tabuľke 11 v poslednom stĺpci, kde je etalónová výška primárnej bilancie (benchmark), ktorú krajina potrebuje dosahovať na to, aby udržiavala dlhový pomer na aktuálnej úrovni.

Všetky krajiny mali v roku 2010 horšiu pozíciu primárnej bilancie, než by bolo potrebné na stabilizáciu dlhu na aktuálnej úrovni. Vzhľadom na zmenu diferenciálu ($r - g$) zo zápornej hod-

Tabuľka 11 Primárna bilancia stabilizujúca dlhový pomer v roku 2010

	Reálna implicitná úroková miera (r)	Reálny rast (g)	$(r - g)$	Dlhový pomer	Primárna bilancia	Primárna bilancia stabilizujúca dlh
Česká republika	5,2	2,3	2,9	38,5	-3,3	1,1
Estónsko	0,8	3,1	-2,3	6,6	0,3	-0,1
Írsko	7,4	-1,0	8,4	96,2	-29,2	8,2
Grécko	1,8	-4,5	6,2	142,8	-4,9	9,3
Lotyšsko	6,3	-0,3	6,7	44,7	-6,2	3,0
Litva	4,2	1,3	2,9	38,2	-5,3	1,1
Maďarsko	2,5	1,2	1,3	80,2	-0,1	1,0
Poľsko	4,3	3,8	0,5	55,0	-5,2	0,2
Portugalsko	2,7	1,3	1,4	93,0	-6,1	1,3
Slovinsko	3,9	1,2	2,7	38,0	-4,0	1,0
Slovensko	3,5	4,0	-0,6	41,0	-6,6	-0,2

Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

68 Vztah (b4) v Boxe 3.

noty na kladnú, na stabilizáciu dlhového pomeru nepostačuje primárny deficit a je potrebné dosahovať primárne prebytky (s výnimkou Slovenska).

Ako naznačujú výsledky pre nové členské krajiny, priaznivá dynamika dlhu nebola nápomocná dostatočnej konsolidácii verejných financií. Situácia, keď sú reálne úrokové sadzby v ekonomike nižšie ako je jej rast, je pre rozvinuté ekonomiky neštandardná. Naznačuje prítomnosť neefektívnosti v ekonomike a prostredie veľmi nízkych (v prípade niektorých krajín negatívnych) úrokových sadzieb podporovalo aj v súkromnom sektore preferenciu zadlžovať sa. Vo viacerých krajinách (najmä pobaltských a v Maďarsku) bola situácia zhoršovaná zadlžovaním sa súkromného sektora v cudzej mene.

ZOSÚLADENIE DLHU A DEFICITU

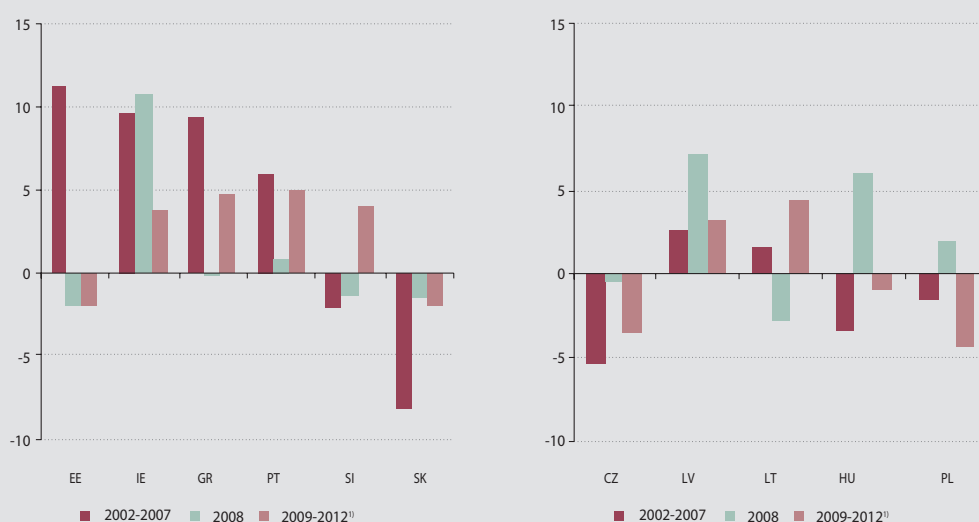
V predchádzajúcej dekompozícii dynamiky dlhu sa predpokladalo, že sa nemení hodnota dlhu v cudzej mene ani hodnota finančných aktív verejného sektora a na rast dlhu majú vplyv len toky z rozpočtu a pôsobenie makroekonomických parametrov. Zohľadnenie týchto vplyvov sa však tiež premieta do nárastu dlhového pomeru prostredníctvom zosúladenia deficitu a dlhu (stock-flow adjustment).

Zahrňa akumuláciu finančných aktív, rozdiely medzi hotovostnými a akruálnymi tokmi, vplyv kurzových zmien na hodnoty dlhu denomovaného v cudzích menách a ostatné štatistické úpravy vrátane realizácie záruk a preberania záväzkov súkromného sektora. Efekt finančnej a hospodárskej krízy na verejné financie sa prejavil aj v príspevku zosúladenia dlhu a deficitu k rastu zadlženia (napr. vplyvom operácií na záchranu bánk vo viacerých krajinách v roku 2008).

Dekompozícia dynamiky dlhového pomeru⁶⁹ v tabuľke 12 naznačuje, že pred krízou krajiny (okrem Portugalska) ťažili z pozitívneho diferenciálu rastu voči úrokovým sadzbám. Dynamika dlhu bola ovplyvnená zosúladením dlhu a deficitu v rôznej miere. Do veľkej miery sa podieľala napríklad na náraste dlhu v Írsku, ale aj Lotyšsku, Estónsku a Grécku. Aj pri rozklade na tieto faktory konsolidujúce krajiny (Slovensko a Slovinsko) získavali na príspevku zo zosúladenia dlhu a deficitu.

V súčasnosti sú to primárne deficity, ktoré sa vo veľkej miere podieľajú na náraste dlhového pomeru. Vplyv nominálnych úrokových sadzieb a nominálneho rastu (snowball efekt) bol významný v prípade Grécka, Írska, Maďarska a Lotyšska, vzhľadom na nárast nákladov financovania dlhu z dôvodu zvýšenia rizikovej prirážky.

Graf 81 Zosúladenie dlhu a deficitu (% HDP)



Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

1) Prognóza EK.

Poznámka: Kladná hodnota znamená príspevok k nárastu dlhu.

69 Podľa vzťahu (b6) v Boxe 3.

**Tabuľka 12 Príspevky k zmene dlhového pomeru, kumulatívne za 2002 – 2008 a 2009 – 2010 (% HDP)**

		Primárny deficit ¹⁾	Úrokové sadzby a rast	Zosúladenie dlhu a deficitu	Zmena dlhu
Česká republika	2002 – 2008	12,3	-4,6	-5,9	1,8
	2009 – 2010	7,8	2,9	-2,2	8,5
Estónsko	2002 – 2008	-8,3	-2,1	9,3	-1,1
	2009 – 2010	1,1	0,8	-0,1	1,8
Írsko	2002 – 2008	-5,9	-2,1	20,3	12,3
	2009 – 2010	41,4	13,4	-3	51,8
Grécko	2002 – 2008	12,2	-12,5	9,3	9
	2009 – 2010	15,2	14,3	2,5	32
Lotyšsko	2002 – 2008	4,7	-8,4	9,8	6,1
	2009 – 2010	14,4	8,7	2	25,1
Litva	2002 – 2008	2,9	-8,6	-1,1	-6,8
	2009 – 2010	13,6	5,5	3,6	22,7
Maďarsko	2002 – 2008	14,7	-0,8	2,7	16,6
	2009 – 2010	0	7,6	0,3	7,9
Poľsko	2002 – 2008	9,2	-4,6	0,3	4,9
	2009 – 2010	9,9	0,3	-2,4	7,8
Portugalsko	2002 – 2008	6,7	4,1	6,8	17,6
	2009 – 2010	13,3	5,4	2,6	21,3
Slovinsko	2002 – 2008	0,7	-3,1	-3,4	-5,8
	2009 – 2010	8,6	3,4	4	16
Slovensko	2002 – 2008	4,5	-10,6	-9,7	-15,8
	2009 – 2010	13,1	3	-2,9	13,2

Zdroj: EK, máj 2011, výpočty NBS.

1) Znamienko mínus znamená prebytok.

UDRŽATEĽNÉ ZADĹZENIE

Rast verejného dlhu v súčasnosti je v historickom porovnaní vysoký. Je problematické stanoviť optimálnu výšku dlhu (ekonomická teória v tomto nie je nápomocná). Keďže neexistuje jednotný názor, aká je optimálna miera zadĺženia, predpokladajme, že návrat na predkrízovú úroveň dlhu je minimálna potrebná korekcia (aj keď je zrejmé, že Grécky dlhový pomer bol už v predkrízovom období veľmi vysoký. Na druhej strane napríklad Estónsko nutne znižovať dlhový pomer nemusí ani v súčasnosti).

Na ilustrovanie rozsahu potrebnej nápravy sa v tabuľke 13 uvažuje so scenárom znižovania dlhového pomeru na predkrízovú úroveň v horizonte 5, respektíve 10 rokov. Predpokladáme, že reálne implicitné úrokové sadzby pre krajiny budú na úrovni roku 2012 a reálny rast ekonomiky bude na úrovni prognózy EK⁷⁰ pre rok

2012. EK predpokladá pre Írsko, Grécko, Litvu a Portugalsko pozitívny diferenciál rastu, teda pozíciu náročnejšiu na konsolidáciu. Ostatné krajiny by mohli využívať výhodu negatívneho diferenciálu.

Výsledky scenára 1 dokumentujú náročnosť konsolidácie. Pre krajiny s vysokým diferenciálom ($r - g$) by bola konsolidácia v uvažovanom rozsahu a stanovenom čase veľmi náročná, keďže by si pri zvolených predpokladoch vyžadovala veľmi vysokú úroveň primárnych prebytkov.⁷¹

Scenár 2 ilustruje, ako potrebný rozsah konsolidácie ovplyvní hodnota diferenciálu rastu a úrokových sadzieb. Ak by sme predpokladali, že krajiny budú počas konsolidácie dosahovať rovnaký diferenciál ($r - g$) na úrovni 1 % (implicitné úrokové sadzby budú o 1 % vyššie ako reálny rast), najviac zadĺžené ekonomiky môžu primárny prebytok znížiť a krajiny s negatív-

70 EK (2010).

71 Za realizovateľnú možno pokladať konsolidáciu s primárnou bilanciou do 3 % HDP ročne, úroveň 6 % HDP dosahovali v minulosti napr. Belgicko a Bulharsko v období redukcie nadmerného zadĺženia. MMF v programe pre Grécko predpokladá, že krajina bude konsolidovať aj s pomocou príjmov z privatizácie.

Tabuľka 13 Primárna bilancia potrebná na zníženie dlhového pomeru (% HDP)

	Zníženie na predkrízovú úroveň Scenár 1			Zníženie na predkrízovú úroveň Scenár 2		
	5 rokov	10 rokov	(r - g) ¹⁾ v %	5 rokov	10 rokov	(r - g) v %
Česká republika	2,5	1,2	-0,2	3,0	1,7	1
Estónsko	0,4	0,2	-1,1	0,5	0,3	1
Írsko	15,9	8,5	1,4	15,6	8,2	1
Grécko	15,8	10,2	3,3	12,5	6,9	1
Lotyšsko	5,6	2,6	-1,1	6,3	3,3	1
Litva	4,9	2,2	-2,2	5,9	3,1	1
Maďarsko	0,1	0,1	0,1	0,8	0,7	1
Poľsko	0,8	0,0	-1,7	2,1	1,3	1
Portugalsko	13,3	9,0	5,2	9,3	5,1	1
Slovensko	4,9	2,6	0,6	5,1	2,7	1
Slovensko	2,7	0,9	-2,9	4,2	2,3	1

Zdroj: EK, výpočty NBS.

1) Prognóza EK, rok 2012.

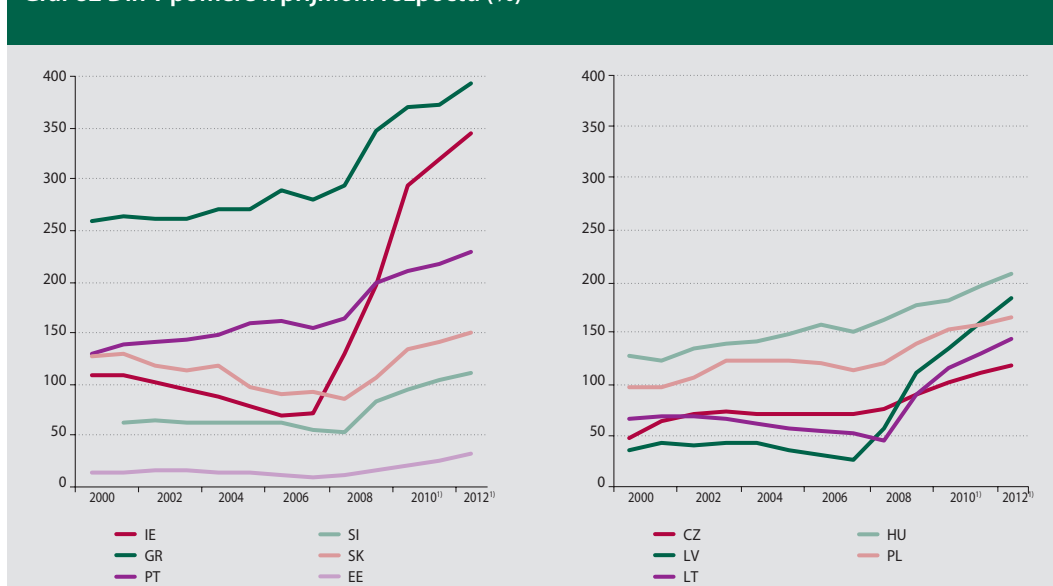
nym diferenciálom by museli konsolidáciu zintenzívniť.

Pokiaľ krajina stratí výhodu negatívneho diferenciálu ($r - g$), konsolidácia sa stáva náročnejšou. Na stabilizáciu dlhového pomeru je potrebné dosahovať vyšší prebytok primárnej bilancie. Na to je potrebné, aby vláda získavala stabilne vysoké príjmy. Schopnosť verejného sektora generovať príjmy ilustruje indikátor dlhu voči príjmom rozpočtu (*debt-to-government revenue indicator*). Jeho vysoká hodnota naznačuje nepomer medzi

získavaním zdrojov na financovanie verejného sektora a výškou (naakumulovaných) záväzkov, ktoré je potrebné splácať, často naznačuje potenciálne problémy s udržateľnosťou dlhu.

Pre rozvíjajúce sa ekonomiky, ktoré zaznamenali default, od roku 1998 v priemere dosahoval tento indikátor 350 %, v prípade rozvinutých, nedefaultujúcich ekonomík bol v priemere na úrovni 250 %.⁷²

Graf 82 naznačuje, že v tomto smere je problematickou opäť najmä pozícia Grécka a Írska, ktoré

Graf 82 Dlh v pomere k príjmom rozpočtu (%)


Zdroj: EK, výpočty NBS.

1) Prognóza EK.

72 World Economic Outlook, 2003.



majú nepriaznivý a zvyšujúci sa pomer zadĺženia verejného sektora voči príjmom rozpočtu. Pozícia nových členských krajín je v tomto smere podstatne lepšia, aj keď od nástupu krízy evidentný trend zhoršovania sa pomeru si tiež vyžaduje nápravu.

VPLYV FINANČNEJ A HOSPODÁRSKEJ KRÍZY

Obdobie krízy všeobecne znamenalo zhoršenie fiškálnej pozície, nárast reálnych nákladov na financovanie dlhu vplyvom rastu úrokových sadzieb a poklesu inflácie. Udržateľnosť pozície verejných financií sa súhrnou týchto nepriaznivých faktorov zhoršila. V zmenených podmienkach vzniká potreba zmeniť stratégiu riadenia/redukovania dlhu.

Pre budúci vývoj bude kľúčové, do akej miery sa obnoví rast potenciálu ekonomiky. Pomalší rast môže byť spojený s nízkou mierou inflácie, čo by sa premietlo do zvýšenia reálnych úrokových nákladov. Vzhľadom na zvýšenie oceňovania rizika finančnými tržmi možno predpokladať zvýšenie nákladov na financovanie dlhu. V porovnávaných krajinách je deficit verejných financií do veľkej miery štrukturálnym problémom. Znamená to, že opätovné oživenie môže napomáhať znižovaniu deficitu v obmedzenej miere. Straty daňových príjmov môžu byť trvalé, resp. dlhodobé, keďže daňové príjmy z finančných aktív a nehnuteľností v čase boomu nadhodnocovali príjmovú stránku rozpočtu.

Ak by sa rast potenciálu spomalil, stabilizovanie dlhových pomerov sa stáva náročnejším. Bude dôležité, aby bola redukcia dlhu dosahovaná príspevkami primárnej bilancie a platbou úrokov⁷³. Otázne je, nakoľko by boli vlády ochotné a schopné takto zmeniť fiškálnu politiku – najmä tam, kde s takto prísnou fiškálnou politikou nemajú z minulosti skúsenosti.

RIZIKÁ VYSOKÉHO DLHU

Vysoká zadĺženosť verejného sektora má na ekonomiku nepriaznivé vplyvy. Výsledky empirických štúdií odhadujú, že krajiny, v ktorých dlhový pomer presahoval 90%, majú nižší rast HDP a tento efekt je silnejší v prípade vysokého podielu zahraničného dlhu (Reinhart a Rogoff, 2010). Potreba splácania dlhu znamená alokáciu vysokého objemu zdrojov, ktoré tak nemôžu byť použité na rozvoj potenciálu ekonomiky.

Stabilizovanie dlhu na vysokej úrovni znamená obmedzenie flexibility fiškálnej politiky a jej nižšiu schopnosť reagovať na šoky. Flexibilita fiškálnej politiky ako nástroja na elimináciu pôsobenia asymetrických šokov je pritom zdôrazňovaná najmä v prípade krajín, ktoré sú členmi menovej únie.

Potenciálnym problémom pri dlhodobom pretrvávajú vysokej úrovne dlhu je vznik špirály zvyšujúcich sa úrokových sadzieb, ktoré podporujú nárast dlhu, čo podmieňuje negatívne očakávania trhov ohľadom kapacity krajiny splácať suverénne dlhy. Nárast rizikovej prémie ďalej zvyšuje náklady financovania, podmieňuje skracovanie maturity refinancovaných dlhov, čím sa zhoršujú parametre portfólia a rastú riziká do budúcnosti. Vysoká zadĺženosť je problematickou najmä pre malé ekonomiky, ktoré sú citlivejšie na zmenu sentimentu finančných trhov.

Ďalším problémom spojeným so zlým stavom verejných financií, je komplikovanie výkonu menovej politiky. Medzi fiškálnou a menovou politikou vzniká konflikt. Pri vysokom zadĺžení môže fiškálna politika zvyšovať inflačné očakávania, keďže neistý výhľad verejných financií sťažuje odhad budúceho vývoja a stanovenie vhodnej úrovne úrokových sadzieb. Centrálna banka, ktorá sleduje cieľ inflácie musí na situáciu reagovať sprísnením menovej politiky. Sprísňovanie menovej politiky pôsobí proti potrebe znižovať náklady na obsluhu dlhu – prostredníctvom rastu úrokových sadzieb a pôsobením prostredia s nízkou infláciou.

Po rozvinutí finančnej krízy ECB (a ostatné centrálné banky vyspelých trhových ekonomík) výrazne znížila úrokové sadzby a prijala nekonvenčné opatrenia vrátane takých, ktoré majú kvázifiškálny charakter⁷⁴. Centrálné banky sa pritom vystavujú riziku potenciálnych strát (Cottarelli, 2009). Súčasťou návratu k „normálu“ by malo byť opätovné sprísnenie menových podmienok a zníženie bilancie centrálnych bánk. (Ceccetti, 2010).

ZÁVER

Porovnávané krajiny EÚ mali v predkrízovom období priaznivé makroekonomické podmienky, ktoré pomáhali znižovať dlhový pomer verejného sektora. Priaznivá dynamika dlhu nebola

⁷³ Reakciu primárnej bilancie verejných financií na zadĺženie analyzuje Hajnovič (2011).

⁷⁴ Quantitative easing – nákup štátnych cenných papierov.



razantnejšie využitá na konsolidáciu verejných financií. Naopak, prostredie nízkych reálnych úrokových sadzieb vytváralo podnety aj pre súkromný sektor, aby preferoval zadlžovanie. Najmä v krajinách, kde sa presadilo úverovanie v cudzích menách, sa tak akumulovali riziká aj v bilanciách súkromného sektora.

Obdobie krízy znamenalo modifikáciu úrovne inflácie, úrokových sadzieb a outputu. V zmenených podmienkach sa zvýraznila potreba zmeniť stratégiu znižovania dlhového pomeru. Pre vývoj v budúcnosti bude kľúčové, či sa obnoví rast potenciálu ekonomiky na predkrízové úrovne. Pomalší rast môže znamenať aj pokles inflácie, čo by znamenalo vyššie reálne úrokové sadzby. Pokiaľ by sa rast potenciálu dlhodobo spomalil, redukcia dlhu bude musieť byť dosahovaná príspevkami primárnej bilancie a platbou úrokov.

Slovensko v rámci eurozóny patrí ku krajinám s najnižším zadlžením, ale ako malá ekonomika s nižšou ekonomickou úrovňou musí zohľadňovať fakt, že trhy môžu prehodnotiť fiškálne riziká a vplyv na úrokové spready sa môže prejaviť aj pri nižších úrovniach dlhu než je maastrichtské kritérium. Tieto efekty sú pritom nelineárne a môžu byť veľmi destabilizujúce.

Literatúra

Allen, M., Rosenberg, Ch. B., Keller, Ch., Setser, B., Roubini, N.: A Balance Sheet Approach to Financial Crisis, IMF WP/02/210, 2002.

Chalk N., Hemming R.: Assessing fiscal sustainability in theory and practice IMF WP/00/81, 2000.

Ceccetti S. G., Mohanty M. S., Zampolli F.: The future of public debt: prospect and implications, BIS, 2010.

Cottarelli C., Vinals J.: A strategy for renormalizing fiscal and monetary policies in advanced economies, IMF staff position note, 2009.

Das S. U., Papapioannou M., Pedras G., Ahmed F., Surti J.: Managing Public Debt and Its Financial Stability Implications, IMF 2010.

Eminescu S. J.: Structure of Government Debt in Europe in 2009, Eurostat, statistics in focus 3/2011.

Escolano J.: A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates, IMF 2010.

European Economy November 2010, EK.

Gardo S., Martin R.: The impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe, ECB Occasional Paper 114, 2010.

Hajnovič F., Zeman J., Žilinský J.: Konsolidačné úsilie a kritická hranica vládneho zadlženia v krajinách EÚ, NBS 2011 (pripravuje sa).

Lewis J.: How has the financial crisis affected the Eurozone Accession outlook in central and eastern Europe? De Nederlandsche Bank, 2010.

Luengnaruemitcha P., Schadler S.: Do Economists and Financial Markets Perspectives on New Members of the EU differ?, IMF WP/07/65, 2007.

Reinhart C., Rogoff K.: Growth in a time of debt, CEPR Discussion Paper 7661, 2010.

WEO, Public debt in Emerging Markets: Is it too high? World Economic Outlook September 2003, IMF.

3 ÚROKOVÉ SADZBY NA DLHODOBÉ ÚVERY NA BÝVANIE PRE OBYVATEĽOV SR

FRANTIŠEK HAJNOVIČ, JÁN KLACSO

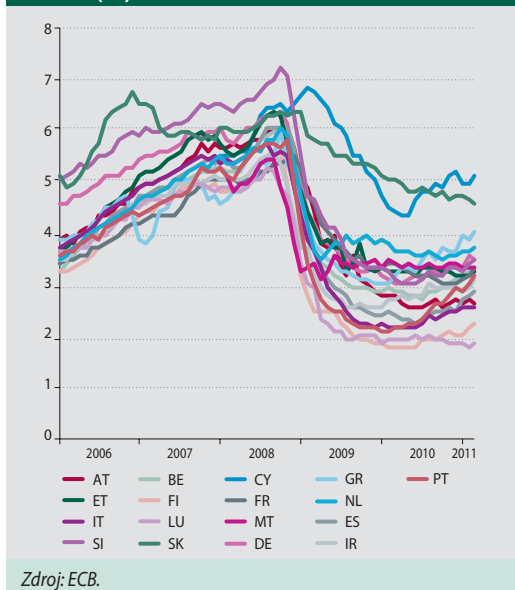
Pod vplyvom ekonomickej a finančnej krízy ECB rozhodla o postupnom znížení svojej základnej úrokovej sadzby od 13. mája 2009 na 1,0 %. Tento pokles bol sprevádzaný poklesom medzibankových úrokových sadzieb EURIBOR, ako aj postupným poklesom úrokových sadzieb na úvery poskytnutých retailu vo väčšine krajín eurozóny. Slovenská republika sa od 1. januára 2009 stala členom eurozóny a aj preto rozdielny vývoj úrokových sadzieb na úvery obyvateľstvu na Slovensku ako vo väčšine ostatných členských štátov vyvolal diskusiu.⁷⁵ Sledovanosť týchto úrokových sadzieb je podporená skutočnosťou, že vývoj klientských úrokových sadzieb z úverov na bývanie pre obyvateľstvo predstavuje pre verejnosť dôležitý signál o situácii na úverovom trhu. Aby bolo možné vysvetliť, resp. posúdiť tento rozdielny vývoj, treba najprv poznať faktory, ktoré ovplyvňovali výšku týchto úrokových sadzieb.

V tomto príspevku sa zameriame na úrokové sadzby na novoposkytnuté úvery na bývanie

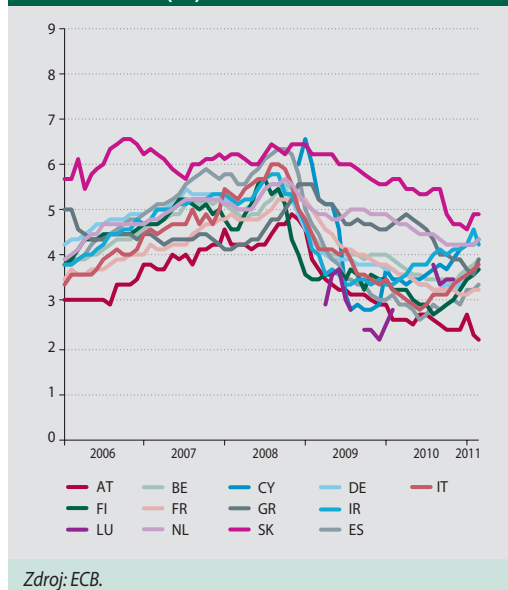
pre obyvateľstvo – teda úvery na nové projekty, alebo úvery, ktorými sa pri poklese úrokových sadzieb na peňažnom trhu refinancujú skôr poskytnuté úvery. Konkrétne budeme analyzovať vývoj úrokových sadzieb na novoposkytnuté úvery na bývanie s fixáciou do 1 roka a úvery s fixáciou (od 1) do 5 rokov. Uvedené dve skupiny úverov predstavujú na Slovensku rozhodujúcu časť všetkých úverov na bývanie pre obyvateľstvo. Úvery s fixáciou dlhšou ako 5 rokov sú na Slovensku poskytované a žiadané len v menšej miere.

Práca nadväzuje na skôr publikovanú prácu jedného z autorov⁷⁶ a poznatky z Analýzy slovenského finančného sektora za rok 2010.⁷⁷ Klacso na základe posúdenia grafického vývoja úrokových sadzieb pre úvery s fixáciou do 1 roka konštatoval, že ich vývoj sa po vstupe do eurozóny na Slovensku značne odlišoval od vývoja v ostatných krajinách eurozóny. Následne identifikoval pomocou modelu vzťah medzi úrokovými

Graf 83 Úrokové sadzby na novoposkytnuté úvery obyvateľstvu na bývanie s fixáciou do 1 roka (%)



Graf 84 Úrokové sadzby na novoposkytnuté úvery obyvateľstvu na bývanie s fixáciou od 1 do 5 rokov (%)



75 Je to jeden príklad účinkov spoločnej meny – toho, ako spoločná mena umožňuje porovnanie cien.

76 Klacso, Ján: Analýza úrokových sadzieb na retailové úvery na nehnuteľnosti s fixáciou do 1 roka. BIATEC, august 2010.

77 NBS: Analýza slovenského finančného sektora. NBS, Bratislava 2010, <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/analzy-slovenskeho-financneho-sektora>

sadzbami na úvery s fixáciou do 1 roka a výnosmi slovenských vládnych dlhopisov do 2 rokov. Ukázal tiež, že uvedené klientske úrokové sadzby sú ovplyvnené likviditou na trhu vládnych dlhopisov. V spomínanej Analýze finančného sektora sa uvádza, že vo 4. štvrtroku 2010 došlo k výraznému poklesu úrokových sadzieb v porovnaní s očakávaním na základe uvedeného modelu. Tento pokles bol na základe poznatkov z trhu pripísaný vyššej konkurencii na trhu poskytovania dlhodobých úverov obyvateľstvu – banky, ktoré predtým boli menší poskytovatelia týchto úverov, zvýšili svoj tržový podiel poskytovaním úverov za nižšie úrokové sadzby.

V predloženej analýze sme argumenty uvedených prác spresnili a doplnili. Naše konštatovanie o rozdielnom správaní bánk na Slovensku v období, ktoré predchádzalo prejavom finančnej krízy a po ňom, ktorého hranica sa približne zhoduje s obdobím, v ktorom sa rozhodlo o našom vstupe do eurozóny, opierame o výsledky panelovej regresie. Rozdielne správanie následne charakterizujeme pomocou jednoduchých modelov pre úroky na bývanie za obdobie pred a po vstupe do eurozóny. Zvláštnu pozornosť venujeme určeniu vplyvu konkurencie v bankovom sektore na výšku úrokov na úvery na bývanie. Na záver identifikujeme vplyv rastu cien nehnuteľností na výšku týchto úrokov.

3.1 ZÁKLADNÉ FAKTORY, KTORÉ MOHLI OVPLYVNIŤ VÝVOJ ÚROKOVÝCH SADZIEB DLHODOBÝCH ÚVEROV NA BÝVANIE PRE OBYVATEĽSTVO NA SLOVENSKU

Keďže úrokové sadzby na úvery poskytnuté retailu slovenskými bankami vo väčšine prípadov nie sú priamo naviazané na tržovú sadzbu (napr. EURIBOR), je možné len nepriamo odhadnúť, ktoré tržové faktory a špecifiká slovenského bankového sektora sa odzrkadľujú na vývoji týchto úrokových sadzieb. Medzi hlavné faktory, ktoré môžu slúžiť ako vysvetľujúce, patria:

- Medzibankové úrokové sadzby (EURIBOR, predtým BRIBOR): tieto úrokové sadzby vyjadrujú cenu, za ktorú môžu získať banky zdroje na medzibankovom trhu. Vyjadrujú cenu zdrojov, ktorými sú kryté alebo z ktorých sú poskytované úvery.
- Výnosy štátnych dlhopisov: štátne dlhopisy predstavujú alternatívnu formu investície pre banky s relatívne nižším rizikom v porovnaní či už s retailovými, alebo podnikovými úvermi. Výnosy vládnych dlhopisov teda môžu slúžiť ako informácia pre banky o tom, aké úrokové sadzby môžu požadovať (*opportunity cost*).
- Strmosť výnosovej krivky: aj keď fixácia úrokových sadzieb na úvery na bývanie je zvyčajne kratšia (do 1 roka alebo do 3 rokov), maturita týchto úverov je dlhšia a výrazne prevyšuje maturitu zdrojov, ktorými sú tieto úvery kryté. Strmosť výnosovej krivky vyjadruje o. i. očakávanú zmenu úrokových sadzieb. Očakávaný rast úrokových sadzieb znamená vyššiu budúcu nákladovosť zdrojov, ktorými sú úvery kryté. Tieto vyššie budúce náklady môžu banky už v súčasnosti premietnuť do úrokových sadzieb na úvery, aby boli schopné vytvoriť istý „vankúš“ na krytie budúcich vyšších nákladov na strane zdrojov.
- Kreditné riziko klienta: zvoliť si priamy ukazovateľ kreditného rizika klienta je pomerne náročné, keďže v podstate každý jeden úver sa vyhodnocuje samostatne a ku každému klientovi prislúcha iné riziko protistrany. Je však možné predpokladať, že pri veľkom počte klientov, napriek ich rôznorodosti, toto riziko za sektor vyjadruje dostatočne presne priemerná prirážka za kreditné riziko za sektor. Samozrejme je otázne, či sa táto prirážka, ktorá môže byť konštantná v kratšom časovom intervale, nezmenila pod vplyvom niektorých významnejších udalostí (napr. zavedenie eura).
- Stupeň konkurencie: čím je konkurencia pri získavaní klienta väčšia, tým by mali byť úrokové sadzby nižšie, až po nejakú hraničnú hodnotu. Z poznatkov z trhu vyplýva, že konkurencia sa výraznejšie prejavila na úverovej politike vybraných bánk v priebehu posledného štvrtroka 2010 (Analýza slovenského finančného sektora za rok 2010). Na meranie stupňa konkurencie existuje mnoho indikátorov, v tejto analýze sa stupeň konkurencie hodnotí na základe koncentrácie celkového objemu poskytnutých dlhodobých úverov obyvateľstvu podľa (klesajúcich) podielov bánk (Prvé 3, Prvých 5, Prvých 7, Prvých 10) na celkovom objeme týchto úverov v marci 2011.
- Výmenné kurzy: aj keď slovenské banky sa financujú a poskytujú úvery skoro výlučne

v domácej mene, vývoj výmenného kurzu v sebe v minulosti niesol aj informácie o smerovaní úrokových sadzieb, ktoré banky mohli zohľadniť tiež pri stanovovaní klientskych úrokových sadzieb.

- Zmeny cien nehnuteľností: rýchlo rastúce ceny nehnuteľností znižujú reálnu výšku úrokových sadzieb a vytvárajú priestor na ich zvýšenie. Navyše, robustný rast cien nehnuteľností sa štandardne premietne do očakávaní o ďalšom zvyšovaní cien, čo vedie k vyššiemu dopytu zo strany obyvateľstva. Zvýšený dopyt takisto vytvára priestor pre vyššie úrokové sadzby. Naopak, pokles cien nehnuteľností vytvára tlak na zníženie úrokových sadzieb.
- Dôležité sú však aj inštitucionálne faktory – vymáhateľnosť práva, náklady a časové oneskorenie pri realizácii záruk, legislatívne riešenie vzťahov veriteľa a dlžníka a ochrana ich práv, straty z realizácie nesplácaných úverov.

3.1.1 VÝVOJ KONCENTRÁCIE NA TRHU DLHODOBÝCH ÚVEROV OBYVATEĽSTVU

Hodnotenie konkurenčného prostredia je možné uskutočniť rôznymi spôsobmi. My sme vychádzali z predpokladu, že stupeň konkurencie v danom segmente bankového podnikania má vzťah (je nepriamo úmerný) stupňu koncentrácie v tomto segmente. Koncentráciu na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu sme charakte-

rizovali kumulatívnymi podielmi najvýznamnejších bánk na tomto trhu. Graf 85 vyjadruje, ako sa táto koncentrácia vyvíjala od januára 2004.⁷⁸

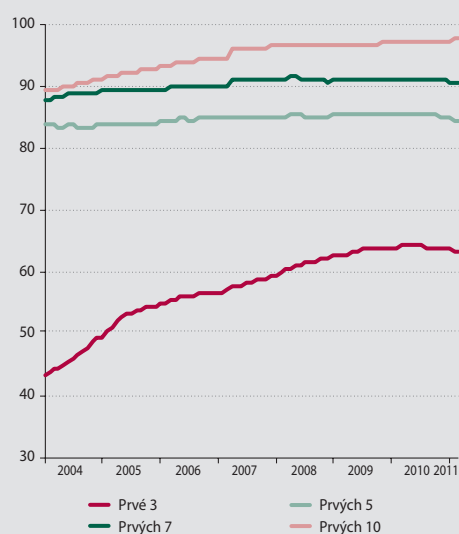
Z grafu 85 vyplýva, že v období od roku 2004 postupne rástol trhový podiel troch a piatich najvýznamnejších bánk na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu, pričom rast sa spomaľoval a v polovici roka 2010 došlo k miernemu poklesu ich trhových podielov. Tento obrat signalizuje narastajúcu konkurenciu skupiny menej významných poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu. Dokumentuje to rast ich trhového podielu – napríklad rozdiel (Prvých 10 – Prvých 5).

Názornejšie dokumentuje narastajúcu konkurenciu menších poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu graf 86, z ktorého je zrejмый najmä rýchly rast trhového podielu bánk, ktoré zaujímajú na trhu novoposkytnutých dlhodobých úverov obyvateľstvu 5. až 10. miesto.

3.2 VÝVOJ ÚROKOVÝCH SADZIEB NA BÝVANIE PRE OBYVATEĽSTVO S FIXÁCIOU DO 1 ROKA V EUROZÓNE

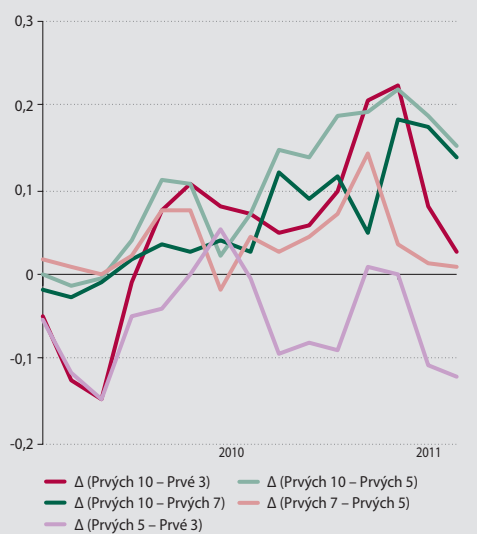
Porovnanie vývoja úrokových sadzieb na retailové úvery na nehnuteľnosti medzi jednotlivými členskými štátmi eurozóny umožňujú úrokové sadzby na úvery s fixáciou do 1 roka. Tie sú do-

Graf 85 Vývoj koncentrácie úverov na nehnuteľnosti pre obyvateľstvo (%)



Zdroj: NBS.

Graf 86 Dynamika koncentrácie úverov na nehnuteľnosti pre obyvateľstvo (%)



Zdroj: NBS.

Poznámka: Δ – medziročná zmena.

78 Poradie najvýznamnejších bánk na trhu sme určili na základe ich podielu na trhu novoposkytnutých dlhodobých úverov v súčasnosti (v marci 2011). Súčtom trhových podielov pre 3 (5, 7, 10) najvýznamnejšie banky na trhu sme určili ukazovatele koncentrácie Prvé 3, Prvých 5, Prvých 7, Prvých 10.

stupné pre všetky štáty eurozóny. Pohľad na ich vývoj v grafe 83 naznačuje, že od polovice roka 2008 sa tieto sadzby na Slovensku (a na Cypre) vyvíjali rozdielne od ostatných krajín eurozóny. Kým pre ostatné krajiny sa tieto sadzby podstatne znížili, na Slovensku (a na Cypre) zaznamenali len mierny pokles a medzera v sadzbách oproti ostatným krajinám eurozóny predstavovala 1 až 3 percentuálne body.

Pre lepšiu interpretáciu a pochopenie pozadia rozdielov sme pomocou panelovej regresie odhadli jednoduchý model pre vyššie uvedené úrokové sadzby jednotlivých členských krajín. Ako vysvetľujúcu premennú sme použili 12-mesačný EURIBOR. Pre Slovensko sme použili do konca roka 2008 úrokovú sadzbu BRIBOR.

V ostatných členských krajinách je pomerne veľký podiel úverov poskytnutých s úrokovou sadzbou priamo naviazanou na medzibankové sadzby, t. j. úverové zmluvy určujú úrokovú sadzbu klienta vo forme EURIBOR+prirážka. Táto skutočnosť sa odzrkadlila aj na odhade, ktorého výsledky sú uvedené v tabuľke 14. Ukázalo sa, že najväčší vplyv na klientske úrokové sadzby má práve bezprostredná zmena, resp. krátkodobá dynamika medzibankových sadzieb. To znamená, že zmena sadzieb na medzibankovom trhu sa bezprostredne premietne do klientskych sadzieb. Korekcia odchýlky od dlhodobého vzťahu je pomerne slabá. Odhady potvrdili výrazne odlišné správanie úrokových sadzieb na Slovensku a na Cypre ako v ostatných členských štátoch eurozóny. O. i. ukázali, že po našom vstupe do eurozóny bola na Slovensku dodatočná prirážka k úrokovým sadzbám smerom nahor v porovnaní s ostatnými štátmi eurozóny vyššia a zvýšila sa aj v porovnaní s predošlým obdobím.

3.2.1 PANELOVÝ ODHAD ÚROKOVÝCH SADZIEB PRE EUROZÓNU

Reakciu analyzovaných úrokových sadzieb v krajinách eurozóny a jej zmenu po našom vstupe do eurozóny dokumentuje komplexne tabuľka 14. Východiskom pre analýzu a posúdenie rozdielov medzi Slovenskom a ostatnými krajinami eurozóny bol panelový odhad, v ktorom sme predpokladali rovnaký vzťah medzi úrokovými sadzbami na úvery a sadzbami peňažného trhu pre všetky krajiny eurozóny – vyjadrený spoločnými parametrami v uvedenom vzťahu. Formálne tento vzťah vyjadroval tzv. error-correction

model a predpoklad, že v „dlhom období“⁷⁹ úrokovú sadzbu na dlhodobé úvery na bývanie pre obyvateľstvo s fixáciou do 1 roka (IR) určuje lineárna závislosť na sadzbe peňažného trhu. Ako optimálny pre vysvetlenie sa ukázal 12-mesačný EURIBOR. Rozdiely medzi krajinami sme vyjadrili ako rozdielne úrovne úrokových sadzieb pomocou tzv. fixných efektov.

$$d(R_{i,t}) = c(2) * (R_{i,t-1} - c(1) - c(3) * EURIBOR12M_{t-1}) + FE_i$$

kde $(IR_{i,t})$ označuje úrokové sadzby na úvery retailu pre bývanie s fixáciou do 1 roka pre krajinu i v čase t , FE_i označuje fixný efekt pre krajinu i . Uvedený dlhodobý vzťah sme následne modifikovali vyjadrením krátkodobých vplyvov.

Parameter $c(3)$, ktorý by mal byť kladný, vypovedá o tom, ako silná je úmera v tomto vzťahu. Ak $c(3) = 1$, premietne sa zmena v danej krajine alebo rozdiel úrokových sadzieb na medzibankovom trhu medzi krajinami do klientskych sadzieb úplne – jedna k jednej – a to pri pohybe alebo rozdiely smerom nahor aj nadol. Ak je parameter $c(3)$ menší ako 1, môže to znamenať, že sa pohyb sadzieb na medzibankovom trhu premietna do pohybu klientskych sadzieb len čiastočne, ale môže to tiež vyjadrovať fakt, že rozdiely medzi klientskymi sadzbami v rôznych krajinách len čiastočne súvisia so sadzbami peňažného trhu. (Ako uvedieme v ďalšom, práve takýto vzťah sme identifikovali.) Ak parameter $c(3)$ má v druhom období menšiu hodnotu, znamená to, že klientske sadzby v druhom období menej súviseli s vývojom medzibankových sadzieb. Keďže tie klesali, znamená to, že banky tento pokles premietli do klientskych sadzieb len čiastočne.

V uvedenom modeli predpokladáme, že úrokové sadzby na úvery sa menia spolu s tým, ako sa menia úrokové sadzby na peňažnom trhu. V modeli vystupujú dva ďalšie kľúčové parametre. Parameter $c(1)$ vyjadruje spoločnú fixnú prirážku ku klientskym sadzbám⁸⁰ oproti úrovni, ktorá vyplýva zo závislosti na sadzbách medzibankového trhu, a to pre skupinu krajín – v našom prípade pre krajiny eurozóny. Parameter FE_i vyjadruje dodatočnú prirážku ku klientskym úrokovým sadzbám v danej krajine „ i “. Uvedené tri parametre spolu charakterizujú úrokovú politiku bánk – v eurozóne a v danej

79 Pojem „dlhé obdobie“ v tomto prípade používame len preto, aby sme odlišili vzťahy, medzi veličinami, ktoré majú trend (tzv. integrované veličiny) a ich zmenami, ktoré na úrokové sadzby pôsobia ako krátkodobý impulz.

80 Táto prirážka zahrnuje rizikovú prirážku za jednotlivé riziká nezahrnuté v modeli a priemernú ziskovú prirážku bánk.



krajine. Parameter $c(1)$ budeme nazývať spoločná prirážka k úrokovým sadzbám („spoločná prirážka“). Parameter FE_i budeme nazývať dodatočná prirážka k úrokovým sadzbám pre krajinu „i“ („dodatočná prirážka“).

Vyššia hodnota parametra $c(1)$ znamená, že banky klientske úrokové sadzby viac „zafixovali“. V kombinácii s nižšou hodnotou parametra $c(3)$, alebo $c(3) + FE_i$, takáto úroková politika znamená, že banky v eurozóne alebo danej krajine sa „zabezpečili“ proti poklesu úrokových sadzieb tým, že pohyb klientských sadzieb menej spojili s pohybom medzibankových sadzieb a viac ho zafixovali.

Panelový odhad sme urobili na základe mesačných údajov za obdobie od januára roku 2006 do marca 2011 (tam kde príslušné údaje boli k dispozícii) pomocou OLS. Vzhľadom na to, že pre niektoré krajiny neboli k dispozícii údaje na začiatku analyzovaného obdobia, bol odhad urobený na základe údajov za nerovnako dlhé obdobia pre panel krajín.⁸¹

Z odhadu vyplýva, že vzťah úrokových sadzieb na úvery na bývanie k 12-mesačnému EURIBORu sa po kríze a našom vstupe do eurozóny nezmenil (parameter 0,813), slabšia je však reakcia na odchýlku od tohto vzťahu (parameter error-correction sa znížil z hodnoty 0,202 na 0,115). Mierne sa zvýšila spoločná prirážka k úrokovým sadzbám (z 1,637 percentuálneho bodu na 1,921 percentuálneho bodu). Najpodstatnejšia je však zmena v dodatočnej prirážke v prípade niektorých krajín, vrátane Slovenska. Na Slovensku v dôsledku toho predstavovala celková prirážka 1,8 percentuálneho bodu.⁸²

3.3 ANALÝZA ÚROKOVÝCH SADZIEB S JEDNOROČNOU FIXÁCIOU ZA SLOVENSKO

V prvom rade je otázne, nakoľko ovplyvňuje vývoj úrokových sadzieb na úvery cena zdrojov (vo forme medzibankových úrokových sadzieb) a nakoľko výnos alternatívnej formy investície (vo forme výnosu slovenských štátnych dlhopi-

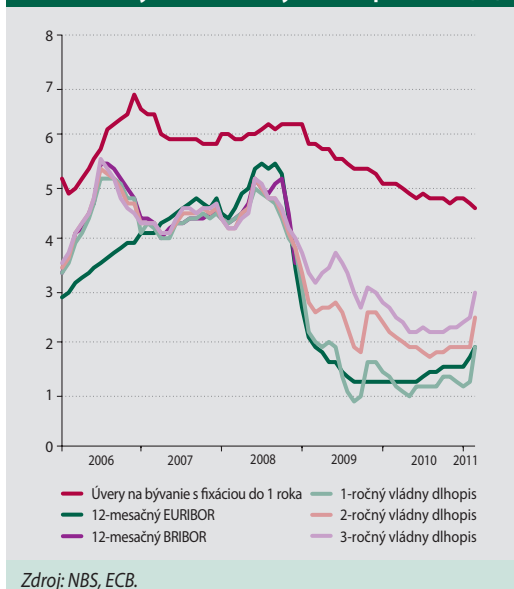
Tabuľka 14 Výsledky panelového odhadu pre eurozónu

Parametre EC tvaru	jan. 2006 – jún 2008	júl 2008 – mar. 2011
Parameter error-correction	-0,202	-0,115
Spoločná prirážka k úrokovým sadzbám pre eurozónu, p. b.	1,637	1,921
12-mesačný EURIBOR (t-3)	0,813	0,813
Dodatočné prirážky pre jednotlivé krajiny eurozóny, p. b.		
AT	0,161	-0,332
BE	-0,096	-0,175
CY	0,260	2,106
DE	0,610	0,111
ES	-0,021	-0,496
ET	0,317	0,113
FI	-0,453	-1,197
FR	-0,471	0,229
GR	-0,384	0,376
IR	-0,256	-0,439
IT	0,091	-0,783
LU	-0,382	-1,339
MT	-0,700	-0,001
NL	-0,029	0,429
PT	-0,198	-0,657
SK	0,338	1,837
SL	1,128	0,217
R ²	32,88 %	58,34 %
Upravený R ²	29,47 %	56,76 %
Durbin-Watson štatistika	1,96	1,74

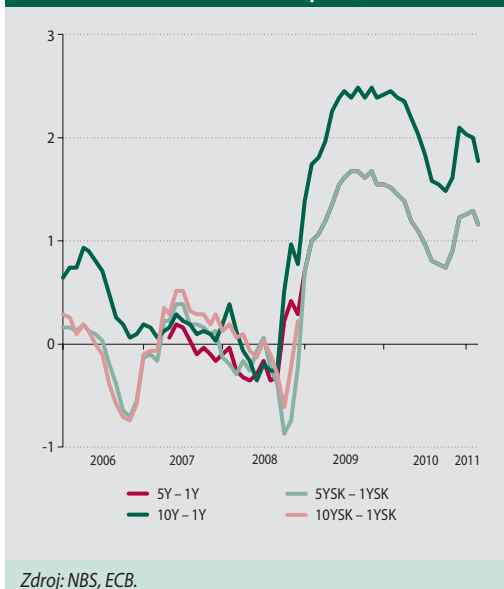
Zdroj: NBS, vlastný výpočet.

81 Tzv. nevyvážený (unbalanced) panel.

82 Väčšia celková prirážka bola len na Cypre, čo sa tiež prejavilo aj na rozdielnom grafickom priebehu klientských sadzieb.

Graf 87 Vývoj klientskych a medzibankových sadzieb a výnosov vládných dlhopisov SR (%)


Zdroj: NBS, ECB.

Graf 88 Vývoj rozdielu úrokových sadzieb na dlhé a krátke obdobie (p. b.)


Zdroj: NBS, ECB.

sov). Rozdiel medzi týmito dvoma faktormi bol do konca roka 2008 pomerne nepatrný, vo vývoji je badateľná značná kolinearita. Po vstupe do eurozóny sa prestali kótovať medzibankové sadzby BRIBOR, boli preto od januára 2009 nahradené medzibankovými sadzbami EURIBOR. Ukazuje sa však, že vývoj implikovaných slovenských medzibankových sadzieb zatiaľ do veľkej miery kopíruje vývoj medzibankových sadzieb EURIBOR (Analýza slovenského finančného sektora za rok 2010).

Na základe odhadov je možné usúdiť, že medzibankové úrokové sadzby (v tomto prípade ročný BRIBOR/EURIBOR) majú istú vysvetľovaciu silu pre vývoj sadzieb na úvery na nehnuteľnosti s fixáciou do 1 roka. Ukazuje sa však, že odhadnutý vzťah pre úroveň sadzieb sa v čase zmenil, pričom zlom mohol nastať v období, keď sa definitívne rozhodlo, že Slovensko vstúpi do eurozóny – v júni 2008. Na základe odhadu danej rovnice pre obdobie od januára 2006 do júna 2008 a od júla 2008 do marca 2011 sa ukazuje, že v druhom období je vplyv zmeny medzibankovej sadzby na zmenu klientskej sadzby oveľa nižší ako v prvom období. Takisto sa ukazuje, že rýchlosť návratu k modelovému vzťahu v prípade odchýlky od neho bola väčšia v prvom období. Potvrdil sa tak rozdiel v úrokovej politike bánk v období pred a od júla 2008.

Zistili sme tiež, že podobne ako medzibankové úrokové sadzby, aj výnosy slovenských vládných dlhopisov majú schopnosť vysvetliť analyzované klientske úrokové sadzby. Táto schopnosť je dokonca väčšia ako v prípade medzibankových sadzieb. Vyššiu vysvetľovaciu silu štátnych dlhopisov je možné dokumentovať lepším štatistickým vysvetlením vývoja klientskych úrokových sadzieb v druhom období – v intervale (2008:6 – 2011:3). Aj v modeli, v ktorom sme na vysvetlenie vývoja klientskych sadzieb použili výnosy 3-ročných vládných dlhopisov sa zmena výnosu premieta do zmeny klientskej úrokovej sadzby v druhom období slabšie a prirážka k úrokovým sadzbám v modeli v druhom období vzrástla, a to napriek postupne rastúcemu tlaku konkurencie menej významných poskytovateľov. Použitie výnosu trojročného vládneho dlhopisu znamenalo, že v modeli sa do istej miery prejavili aj zmeny likvidity. Tie mohli zohrať výraznejšiu úlohu práve v druhom období odhadu (od júla 2008). Zohľadnenie zmien výmenného kurzu SKK/EUR výrazne nezlepšilo odhad.

3.3.1 MODEL ÚROKOVÝCH SADZIEB PRE JEDNOROČNÚ FIXÁCIU ZA SLOVENSKO

Vývoj úrokových sadzieb sme vyjadrili pomocou error-correction modelu, pričom sa predpokladala existencia „dlhodobého“ vzťahu medzi klientskou sadzbou a medzibankovou sadzbou (12-mesačný EURIBOR/BRIBOR), resp.

Tabuľka 15 Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu 12-mesačného EURIBORu (BRIBORu) a koncentrácie na úverovom trhu

Error-correction model	jan. 2006 – jún 2008	júl 2008 – mar. 2011
Parameter error-correction	-0,29 ***	-0,20 **
Prirážka (fixná marža), p. b.	1,24 *	4,59 ***
12-mesačný EURIBOR(BRIBOR), t-2	1,06 ***	0,39 ***
12-mesačný EURIBOR(BRIBOR), zmena t-1	0,28 **	0,14 *
Koncentrácia, zmena (Prvých 10 – Prvých 5)		-0,79 **
Koncentrácia, zmena (Prvých 10 – Prvé 3)	-0,18 **	
R ²	67,14 %	50,65 %
Upravený R ²	61,88 %	41,52 %
Durbin-Watson štatistika	2,25	1,88

Zdroj: NBS.

Poznámka: Hviezdičky označujú, na akej hladine významnosti boli odhady koeficientov signifikantné:

* signifikantné na 10 %-nej hladine významnosti,

** signifikantné na 5 %-nej hladine významnosti,

*** signifikantné na 1 %-nej hladine významnosti.

Tabuľka 16 Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu výnosu trojročného vládneho dlhopisu a koncentrácie na úverovom trhu

Error-correction model	jan. 2006 – jún 2008	júl 2008 – mar. 2011
Parameter error-correction	-0,21 **	-0,41 ***
Prirážka (fixná marža), p. b.	1,22	3,33 ***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, t-2	1,12 ***	0,60 ***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, zmena t-1	0,38 ***	0,16 **
Koncentrácia, zmena (Prvých 10 – Prvých 5)	-0,29 ***	
Koncentrácia, zmena (Prvých 7 – Prvých 5)		-0,41 ***
R ²	61,81 %	56,84 %
Upravený R ²	55,70 %	50,67 %
Durbin-Watson štatistika	1,86	1,91

Zdroj: NBS.

Poznámka: Hviezdičky označujú, na akej hladine významnosti boli odhady koeficientov signifikantné:

* signifikantné na 10 %-nej hladine významnosti,

** signifikantné na 5 %-nej hladine významnosti,

*** signifikantné na 1 %-nej hladine významnosti.

výnosom slovenských vládnych dlhopisov (3-ročných).

V oboch modeloch sme identifikovali štatisticky významný vplyv konkurencie menších poskytovateľov dlhodobých úverov obyvateľstvu. Napríklad ich zvýšený konkurenčný tlak na trhu dlhodobých úverov s fixáciou od 1 do 5 rokov, sprevádzaný zvýšením ich podielu na trhu dlhodobých úverov (najmä na konci roku 2010) spôsobil zníženie úrokových sadzieb aj na trhu s fixáciou do 1 roka. Vplyvom tohto konkurenčného tlaku došlo v priebehu roka 2010 postupne k zníženiu úrokových sadzieb s fixáciou do 1 roka o približne 0,4 – 0,7 percentuálneho bodu.

3.4 ANALÝZA ÚROKOVÝCH SADZIEB S FIXÁCIOU OD 1 DO 5 ROKOV ZA SLOVENSKO

V prípade úrokových sadzieb na novoposkytnuté úvery retailu na bývanie s fixáciou od 1 do 5 rokov za Slovensko sme na základe odhadov, podobne ako v predchádzajúcom prípade, identifikovali vplyv výnosu trojročných vládnych dlhopisov SR. Znamená to, že aj pri stanovení týchto úrokových sadzieb banky prihliadali na výšku výnosu alternatívnej investície. Aj na vývoj týchto úrokových sadzieb mali vplyv zmeny v stupni konkurencie na trhu dlhodobých úverov obyvateľstvu.

Na rozdiel od úverov s fixáciou do 1 roka sa v tomto prípade odhadnuté parametre modelu nezmenili až tak výrazne pri rozdelení celkového obdobia na dve časti (na obdobie od januára 2006 po jún 2008 a od júla 2008 po marec 2011). Hlavné zmeny nastali v rýchlosti návratu, ktorá sa výraznejšie znížila počas druhého analyzovaného obdobia. Nižšia vysvetľovacia schopnosť modelu v druhom období však naznačuje, že po vstupe do eurozóny, resp. v dôsledku vplyvu globálnej krízy na slovenské hospodárstvo vzrástol vplyv faktorov, ktoré nie sú zahrnuté, resp. sú len čiastočne zahrnuté do modelu.

Výrazný vplyv malo práve meniace sa konkurenčné prostredie. Parametre vplyvu konkurencie menších poskytovateľov sú pri tomto druhu úverov násobne vyššie, ako to bolo pri úveroch s fixáciou do 1 roka. Navyše, intenzita (parameter) vplyvu konkurencie na úrokové sadzby vzrástla po našom vstupe do eurozóny na dvojnásobok – z hodnoty 0,6 na hodnotu 1,37. Konkurenčný tlak v priebehu roka 2010, podľa výsledkov odhadu, spôsobil zníženie úrokových sadzieb pri tomto type úverov o približne 1,5 percentuálneho bodu. Podobne ako v predchádzajúcom prípade, zahrnutie zmien výmenného kurzu SKK/EUR malo istú vysvetľovaciu silu do konca prvého polroka 2008, výrazne však nezlepšilo odhady.

3.4.1 MODEL ÚROKOVÝCH SADZIEB PRI FIXÁCII OD 1 DO 5 ROKOV ZA SLOVENSKO

Na odhad vývoja úrokových sadzieb bol použitý error-correction model, pričom sa predpokladala existencia vzťahu medzi klientskou sadzbou a výnosom slovenských vládnych dlhopisov. V tejto

časti sú uvedené výsledky odhadov v prípade použitia výnosu trojročného vládneho dlhopisu.

3.5 VPLYV CIEŇ NEHNUTEĽNOSTÍ NA ÚROKOVÉ SADZBY ÚVEROV NA BÝVANIE

V období pred vstupom do eurozóny a prejavmi globálnej finančnej krízy v ekonomike SR ceny nehnuteľností na bývanie na Slovensku rýchlo rástli. Faktory, ktoré tento rast spôsobovali, boli predovšetkým rast dopytu, spôsobený aj priaznivým vývojom úrokových sadzieb a dostupnosť (ponuka) úverov na bývanie. Medzi cenami nehnuteľností a úrokovými sadzbami existujú aj spätné väzby – vysoké tempo rastu cien nehnuteľností spôsobuje spomalenie rastu reálnych úrokových sadzieb na nehnuteľnosti, alebo dokonca ich záporné hodnoty a akceleruje dopyt po úveroch na nehnuteľnosti, čo následne vytvára priestor na zvýšenie úrokových sadzieb.

Vplyv rastu cien nehnuteľností na bývanie na zmeny úrokových sadzieb sme analyzovali zaradením medziročného tempa rastu cien nehnuteľností do modelov pre úrokové sadzby novoposkytnutých úverov na bývanie pre obyvateľstvo s fixáciou do 1 roka a s fixáciou od 1 do 5 rokov.⁸³

3.5.1 MODEL PRE ÚROKOVÉ SADZBY S FIXÁCIOU DO 1 ROKA A OD 1 DO 5 ROKOV S VYJADRENÍM VPLYVU CIEŇ NEHNUTEĽNOSTÍ

V tabuľke 18 uvádzame výsledky odhadu parametrov modelu úrokových sadzieb za oba druhy

Tabuľka 17 Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu výnosu trojročného vládneho dlhopisu a koncentrácie na úverovom trhu

Error-correction model	jan. 2006 – jún 2008	júl 2008 – mar. 2011
Parameter error-correction	-0,99 ***	-0,41 ***
Prirážka (fixná marža), p. b.	4,25 ***	4,40 ***
Výnos 3-ročného vládneho dlhopisu, t-2	0,42 ***	0,44 ***
Koncentrácia, zmena (Prvých 10 – Prvých5)	-0,60 ***	-1,37 **
R ²	63,70 %	34,12 %
Upravený R ²	57,90 %	24,70 %
Durbin-Watson štatistika	2,00	1,99

Zdroj: NBS. .

Poznámka: Hviezdičky označujú, na akej hladine významnosti boli odhady koeficientov signifikantné:

* signifikantné na 10 %-nej hladine významnosti,

** signifikantné na 5 %-nej hladine významnosti,

*** signifikantné na 1 %-nej hladine významnosti.

83 Ceny nehnuteľností na bývanie sa na Slovensku systematicky sledujú od roku 2002, najprv v ročnej a neskôr vo štvrtročnej periodicite a to na základe ponukových cien, ktoré spoločne spracováva Národná asociácia realitných kancelárií a NBS. Aby sme mohli analyzovať ich vplyv v mesačnej periodicite, urobili sme ich interpoláciu pomocou metódy Cardinal spline v E-views.

Tabuľka 18 Výsledky odhadu modelov pre úrokové sadzby úverov na bývanie, s vyjadrením vplyvu cien nehnuteľností na bývanie

Závisle premenná: medzimesačná zmena úrokovej sadzby

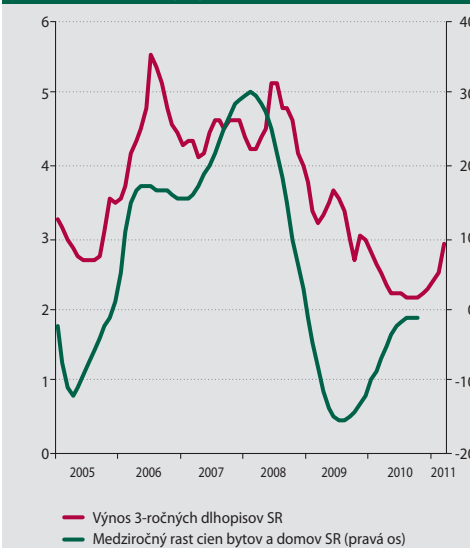
Faktor/parameter	Fixácia do 1 roka	Fixácia od 1 do 5 rokov
Parameter error-correction	-0,404	-0,397
Základná úroveň, p. b.	4,886	7,427
Výnos 3-ročných dlhopisov	0,441	0,212
Konkurencia menších poskytovateľov	-0,091	-0,218
Medziročný rast cien domov a bytov	0,0013	0,0016
R ²	0,480	0,233
Upravený R ²	0,430	0,154
Durbin Watson	1,530	1,789
Obdobie: dec. 2004 – mar. 2011		

Zdroj: NBS.

úverov. Uvádzame len parametre dlhodobej časti modelu bez časových posunov.⁸⁴

Odhady parametrov prirážky v modeloch sa líšia – pre úrokové sadzby s fixáciou od 1 do 5 rokov je prirážka vyššia. Vzťah k výnosom 3-ročných vládnych dlhopisov je pri fixácii od 1 do 5 rokov slabší. Na druhej strane – konkurencia menších poskytovateľov na tieto úrokové sadzby pôsobila silnejšie. Zvýšenie trhového podielu týchto bánk na trhu dlhodobých úverov pre obyvateľstvo o 1 percentuálny bod znížila úrokové sadzby o 0,1 percentuálneho bodu (pri fixácii do 1 roka) a o 0,2 percentuálneho bodu (pri fixácii od 1 do 5 rokov).⁸⁵ Vplyv cien nehnuteľností na úrokové sadzby bol tiež významný. Hoci hodnota príslušného parametra je nízka, treba si uvedomiť, že ceny nehnuteľností rástli (a následne klesali) rýchlo – o desiatky percent medziročne.

Grafická analýza stability parametrov ukázala dva významné body zlomu – v júli 2008 (rozhodnutie o vstupe do eurozóny a reakcia na krízu) a na začiatku roku 2010 (zosilnená konkurencia na trhu). Zmeny v parametroch zodpovedali tomu, čo sme zistili na základe odhadov za obdobie pred a po vstupe do eurozóny. Vplyv cien nehnuteľností na úrokové sadzby je v súčasnosti menší ako v minulosti. Vzrástol vplyv konkurencie na trhu úverov s fixáciou od 1 do 5 rokov. Napriek vysokej štatistickej významnosti odhadov však treba poznamenať, že tieto odhady a teda aj závery nemajú dostatočnú robustnosť a vyžadujú si ďalšiu pozornosť.

Graf 89 Výnosy 3-ročných vládnych dlhopisov a medziročná inflácia cien bytov a domov na Slovensku (%)


Zdroj: NBS.

ZÁVER

Jednoduchá analýza, ktorej výsledky sme tu prezentovali, ukázala, že približne v období po júni 2008 existovali niektoré odlišnosti v stanovovaní úrokových sadzieb na Slovensku a v ostatných členských štátoch eurozóny a že úroková politika bánk pri stanovení úrokových sadzieb na dlhodobé úvery na bývanie pre obyvateľstvo sa oproti minulosti zmenila. Kým vo väčšine ostatných krajín eurozóny existovalo prepojenie úrokových sadzieb úverov obyvateľstvu na nehnuteľnosti

- ⁸⁴ Oneskorenie v pôsobení výnosu vládnych dlhopisov je 4 mesiace, oneskorenie v pôsobení cien nehnuteľností je 5 mesiacov. V oboch modeloch vystupujú aj krátkodobé vplyvy – zmeny v konkurencii (zmena podielu menších poskytovateľov úverov, v čase t), zmeny výnosov vládnych dlhopisov ($t-4$).
- ⁸⁵ V priebehu roka 2010 sa podiel menších poskytovateľov (v poradí od 5. do 10.) zvýšil o 2,4 percentuálneho bodu, čo znížilo úroveň úrokových sadzieb dlhodobou o 0,24 percentuálneho bodu (fixácia do 1 roka) a o 0,48 percentuálneho bodu (fixácia od 1 do 5 rokov). Konkurencia menších poskytovateľov okrem toho posúvala úrokové sadzby krátkodobou – tento vplyv – hoci len krátkodobý, bol väčší.



na vývoj medzibankových sadzieb, na Slovensku bolo toto prepojenie oslabené. V úrokovej politike vzrástla úloha (fixnej) prirážky k úrokovým sadzbám.

Vo viacerých krajinách eurozóny existuje zmluvné napojenie klientskych úrokových sadzieb na bývanie na úrokové sadzby peňažného trhu. Hoci takéto zmluvné napojenie na úrovni individuálnych klientov neznamena automaticky úmerný pohyb klientskych sadzieb so sadzbami peňažného trhu na agregovanej úrovni, zvyšuje predvídateľnosť transmisie ekonomických a menových zámerov vlády a centrálnej banky.

Na základe odhadov sa zdá, že kým banky v ostatných členských krajinách premietali do klientskych sadzieb predovšetkým cenu zdrojov, slovenské banky zohľadňovali (aj) výnos alternatívnych investícií vo forme výnosu vládnych dlhopisov. Pri stanovení úrokových sadzieb na úvery s fixáciou do 1 roka sa v uvedenom období výraznejšie zvýšila úloha fixnej prirážky k úrokovým sadzbám a znížila sa väzba na úrokové sadzby peňažného trhu a výnosy vládnych dlhopisov. Vplyv konkurencie na tieto úrokové sadzby bol skôr nepriamy a preto nebol veľký, keďže konkurencia menších poskytovateľov sa zamerala viac na trh s fixáciou od 1 do 5 rokov.

V uvedenom období, po tom, čo sa vplyv globálnej krízy výraznejšie odrazil aj na vývoji slovenského hospodárstva, je možné pozorovať odlišné správanie bánk aj pri stanovovaní úrokových sadzieb na úvery s fixáciou od 1 do 5 rokov. Väzba úrokov na bývanie na pohyb úrokových sadzieb peňažného trhu a výnosov na dlhopisovom trhu bola pomerne vysoká a u tohto typu úverov sa podstatne nezmenila, ale spomalila sa reakcia klientskych úrokových sadzieb na pohyb trhových sadzieb. V priebehu roka 2010 sa u tohto typu úverov prejavil významne vplyv konkurencie menších poskytovateľov úverov na bývanie. Túto skutočnosť je možné vysvetliť tým, že v období nízkych úrokových sadzieb bol o tento typ úverov väčší záujem zo strany klientov, ktorí sa snažili zafixovať si úroky a výšku úverových splátok na dlhšie obdobie. Preto sa na tento trh sústredila aj pozornosť konkurencie.

Ukázalo sa tiež, že na výšku úrokových sadzieb mali vplyv aj ceny nehnuteľností. Ich rýchly rast v minulosti spôsoboval pokles reálnych úrokových sadzieb, podnecoval dopyt po úveroch a vytváral tak určitý priestor aj na rast klientskych úrokových sadzieb pri úveroch na bývanie. Celkovo však spôsobilo rast úrokov len o niekoľko desiatin percentuálneho bodu. V súčasnosti, po znížení cien nehnuteľností na bývanie, naopak, prispelo k miernemu zníženiu úrokových sadzieb.



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



SKRATKY



SKRATKY

ARDAL	Agentúra pre riadenie dlhu a lividity
b. b.	bázické body
BRIBOR	Bratislava Interbank Offered Rates – do 31.12.2008 fixing úrokových sadzieb na slovenskom trhu medzibankových depozitov
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CDS	Credit Default Swap – úverový derivátový kontrakt medzi dvoma protistranami
CP	cenné papiere
DDS	doplňková dôchodková spoločnosť
DSS	dôchodková správcovská spoločnosť
ECB	Európska centrálna banka
EK	Európska komisia
EÚ	Európska únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – fixing úrokových sadzieb na trhu eurozóny
Fed	Federal Reserve System – centrálna banka USA
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
MMF	Medzinárodný menový fond
NAV	Net Asset Value – čistá hodnota majetku
NBS	Národná banka Slovenska
OCP	obchodník s cennými papiermi
(p)	predbežný údaj
p. b.	percentuálne body
PVZ	primeranosť vlastných zdrojov
PZI	priame zahraničné investície
PZP	povinné zmluvné poistenie
ROE	Return of Equity – rentabilita vlastného kapitálu
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



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA
EUROSYSTEM



ZOZNAM GRAFOV, TABULIEK A BOXOV



ZOZNAM GRAFOV

Graf 1	Vývoj HDP v 4. Q 2010	7	Graf 35	Nové hypotekárne a iné úvery na bývanie	31
Graf 2	Kvartálny vývoj HDP	9	Graf 36	Úrokové sadzby na nové úvery na bývanie	31
Graf 3	Vývoj na vyspelých akciových trhoch	9	Graf 37	Úverové štandardy na úvery domácnostiam	31
Graf 4	Vývoj na rozvíjajúcich sa akciových trhoch	10	Graf 38	Vklady domácností (rezidentov) v bankovom sektore	32
Graf 5	Implikovaná volatilita na akciových trhoch meraná indexom VIX	10	Graf 39	Úrokové sadzby na nové vklady domácností	32
Graf 6	Cenové indexy komodít	10	Graf 40	Porovnanie úrovne tržieb vo vybraných odvetviach s rokom 2008	32
Graf 7	Úrokové rozpätia na výnosy podnikových dlhopisov	11	Graf 41	Úverové štandardy na nové úvery podnikom	33
Graf 8	Výnosy 10-ročných vládnych dlhopisov	11	Graf 42	Úvery podnikom	33
Graf 9	Bankové CDS rozpätia	11	Graf 43	Zmeny v stave portfólia cenných papierov bánk	34
Graf 10	Úrokové rozpätia na vládne dlhopisy vybraných krajín voči úrokom na nemecké vládne dlhopisy	11	Graf 44	Podiel zahraničných dlhových cenných papierov na celkovom objeme dlhopisov podľa štátov k 31. 12. 2010	34
Graf 11	Vývoj cien nehnuteľností	12	Graf 45	Vybrané položky medzibankových aktív a pasív	34
Graf 12	Vývoj sadzieb na vklady	12	Graf 46	Rozdelenie ROE v bankovom sektore	35
Graf 13	Objem dlhu bánk na refinancovanie v období 2011 až 2012	14	Graf 47	Hlavné položky ziskovosti	35
Graf 14	Čistý tok kapitálu	15	Graf 48	Kapitálová pozícia bankového sektora	36
Graf 15	Podiel úverov na bývanie v cudzej mene na celkových úveroch na bývanie	16	Graf 49	Podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch domácnostiam	36
Graf 16	Vývoj nominálneho kurzu mien krajín V4 voči euru	16	Graf 50	Prírastky nezamestnaných	37
Graf 17	Vývoj HDP	19	Graf 51	Podiel nových úverov na bývanie podľa LTV	37
Graf 18	Vývoj produktivity práce a miezd	20	Graf 52	Podiel zlyhaných úverov na celkových úveroch podnikom a medzimesačné zmeny objemu zlyhaných úverov podnikom	38
Graf 19	Krytie deficitu bežného účtu	20	Graf 53	Ukazovateľ dlhodobej likvidity bankového sektora	39
Graf 20	Zahraničná zadlženosť	20	Graf 54	Ukazovateľ likvidných aktív bankového sektora	39
Graf 21	Deficit a dlh verejnej správy	21	Graf 55	Celkový zisk poisťovní	40
Graf 22	Finančné pasíva sektora verejnej správy	21	Graf 56	Porovnanie garantovanej úrokovej sadzby so skutočným výnosom	41
Graf 23	Investície nefinančných spoločností a domácností	25	Graf 57	Čistá hodnota aktív podielových fondov predávaných v SR	42
Graf 24	Stav úverov nefinančným spoločnostiam a domácnostiam	25	Graf 58	Priemerná výkonnosť podielových fondov podľa kategórií	43
Graf 25	Produkcia, tržby a investície	25	Graf 59	Štruktúra majetku fondov DSS podľa základných nástrojov	43
Graf 26	Konjunkturálne indikátory	26			
Graf 27	Financovanie podnikov podľa nástrojov	26			
Graf 28	Financovanie podnikov podľa sektorov	26			
Graf 29	Miera úspor a investícií	27			
Graf 30	Nezamestnanosť a voľné pracovné miesta	27			
Graf 31	Ukazovatele zadlženia domácností	28			
Graf 32	Finančné aktíva domácností	28			
Graf 33	Objem aktív alebo spravovaného majetku v jednotlivých segmentoch finančného trhu	30			
Graf 34	Úvery domácnostiam na bývanie	30			



Tabuľka 15	Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu 12-mesačného EURIBORu (BRIBORu) a koncentrácie na úverovom trhu	80
Tabuľka 16	Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu výnosu trojročného vládneho dlhopisu a koncentrácie na úverovom trhu	80
Tabuľka 17	Odhad error-correction rovnice s vyjadrením vplyvu výnosu trojročného vládneho dlhopisu a koncentrácie na úverovom trhu	81
Tabuľka 18	Výsledky odhadu modelov pre úrokové sadzby úverov na bývanie, s vyjadrením vplyvu cien nehnuteľností na bývanie	82

ZOZNAM BOXOV

Box 1	Vývoj dlžníckej pozície sektorov ekonomiky SR v roku 2010	22
Box 2	Chystaný osobitný bankový odvod na Slovensku	59
Box 3	Matematický aparát pre výpočet dynamiky dlhu	62

