

Finančná stabilita – faktory a opatrenia¹

Tomáš TÓZSÉR*

Financial Stability – Factors and Measures

Abstract

In the article we identify factors that pose challenges for domestic financial stability in the long run, that is, after the euro adoption. These factors comprise: persistent large capital inflows, better availability of credit, speculative expectations and lost of the national monetary policy as tool of macro management. To mitigate the potential negative effect of these factors on domestic financial stability we present recommendations for measures of institutional and policy nature. In the short and medium-size period we do not see any immediate threats to domestic financial stability.

Keywords: *credit boom, euro, good institutions, risks to financial stability, stability oriented policies, unrealistic expectations*

JEL Classification: G21, G28, G38, E32, E42, E44

Úvod

Vstup Slovenska do Európskej únie a prijatie eura bude mať v podmienkach liberalizovaného cezhraničného toku kapitálu pozitívny vplyv na vnútornú finančnú stabilitu. Má sa tak diať, a do veľkej miery sa tak už v súčasnosti deje, v dôsledku: • štandardizácie legislatívneho a inštitucionálneho prostredia na podnikanie finančných inštitúcií a ich regulácie a dohľadu (ale aj iných dôležitých oblastí, napr. insolventnosti a konkurzov) • tlaku európskych inštitúcií na politiky podporujúce stabilitu (najmä fiškálnu politiku) v kontexte koordinačných mechanizmov pre hospodárske politiky členských štátov • poklesu, resp. prijatím eura odbúrania rizík súvisiacich s volatilným vývojom výmenného kurzu.

* Ing. Tomáš TÓZSÉR, Národná banka Slovenska, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava 1; e-mail: tomas.tozser@nbs.sk

¹ Názory v článku sú názormi autora, nepredstavujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Nedávne úvahy a štúdie [1; 3; 8] však upozorňujú, že pre prístupujúce krajiny vstup do EÚ a prijatie eura nevyrieši všetky požiadavky na finančnú stabilitu, a môže priniesť nové riziká. Upozorňujú najmä na riziká súvisiace s možným prehrievaním ekonomík.

Cieľom článku je identifikovať a analyzovať faktory, ktoré môžu v dlhodobom horizonte, t. j. po prijatí eura, pôsobiť v smere prehrievania slovenskej ekonomiky s potenciálnymi negatívnymi dôsledkami pre finančnú a ekonomickú rovnováhu. V závere článku sumarizujeme opatrenia, ktorých efektívne využitie prispieva k zmierneniu pôsobenia identifikovaných faktorov.

1. Prehriatie ekonomiky a úverový boom

Prehriatie ekonomiky je možné definovať ako neprimeraný a nadmerný rast agregátneho dopytu nad úroveň potenciálu ekonomiky. Medzi makroekonomické prejavy prehriatia patrí zrýchľovanie ekonomického rastu, ktorý súvisí s nadmernou spotrebou a investíciami, rastúci deficit bežného účtu, relatívny rast cien neobchodovateľných tovarov, rast cien aktív (ceny akcií, nehnuteľností) a apreciácia reálneho výmenného kurzu. V kontexte nových členských štátov s výnimkou existuje niekoľko príčin, ktoré zvyšujú riziko prehriatia. Tieto príčiny súvisia s potrebou efektívne sa vyrovnat' s vysokým prílevom kapitálu v podmienkach jeho liberalizovaného toku cez hranice týchto krajín a s paralelnými snahami prístupujúcich krajín o čo najrýchlejšie splnenie podmienok na vstup do eurozóny.

Úverový boom, ktorý môže takéto prehriatie vyvolať, alebo ho sprevádzať, predstavuje príliš vysoký nárast úverov vzhľadom na dlhodobý trend rastu úverov súkromnému sektoru, pričom toto vysoké tempo nie je udržateľné a po čase sa vracia k trendu. Tento vývoj je sprevádzaný na začiatku cyklu rýchlym rastom cien aktív, ktorý však nie je udržateľný. Nasleduje korekcia v podobe výrazného poklesu cien aktív slúžiacich ako úverové kolaterály, čo je sprevádzané prejavmi makroekonomickej a finančnej nestability a prepadom ekonomického rastu (*boom bust circle*).

2. Faktory rizika pre finančnú stabilitu na Slovensku

Už v súčasnosti sme na Slovensku svedkami rýchleho rastu úverov (tab. 1 a 2). Tento rast však nemá destabilizačné účinky na ekonomiku (nie každý rýchly rast úverov predstavuje úverový boom). Je to zatiaľ proces, v rámci ktorého dochádza k využívaniu existujúceho veľkého potenciálu (v porovnaní so západnou

Európou alebo USA) pre udržateľný rast zadlženosti súkromného sektora (tab. 3). Podobný vývoj zaznamenali aj v Grécku, Írsku, Portugalsku a Španielsku v rokoch 1993 – 1998.

Tabuľka 1

Rast úverov domácnostiam, obyvateľstvu a podnikom (v mld Sk)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Nefinančné podniky a korporácie	275.4	281.7	282.6	194.6	185.4	185.0
Obyvateľstvo (účty občanov)	26.5	35.9	43.8	51.9	61.3	85.1
Domácnosti (živnosti)	17.4	12.2	6.5	6.6	6.5	8.0
Obyvateľstvo a domácnosti spolu	43.9	48.1	50.3	58.5	67.8	93.1

Prameň: Mesačný výkaz o úveroch. NBS.

Tabuľka 2

Rast úverov podnikom a obyvateľstvu (v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	skutočnosť	skutočnosť	skutočnosť	AMP	výhľad AMP		
Úvery podnikom a obyvateľstvu	4.7	11.7	14.5	8.8	8.6	9.5	9.2

Prameň: Aktualizovaný menový program na rok 2004. NBS.

Tabuľka 3

Podiel úverov komerčných bánk súkromnému sektoru na HDP (v %)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Česká republika	54.3	56.7	52.3	46.1	41.0	36.4	32.9
Maďarsko			22.1	23.1	26.2	26.7	26.5
Poľsko			16.1	19.5	21.5	22.2	22.1
Slovenská republika	58.74	53.93	51.20	48.21	44.03	32.82	30.83
Slovinsko			30.9	34.6	35.2	37.0	37.2
Eurozóna						104.9	104.2

Prameň: Národné centrálné banky; ECB; vlastné prepočty.

Hoci súčasné makroekonomické a finančné indikátory na Slovensku nesignalizujú existenciu uvedených rizík a rovnako v krátkodobom až strednodobom horizonte s veľkou pravdepodobnosťou tieto riziká nehrozia, nie je vylúčené, že im v dlhodobom horizonte (po prijatí eura) budeme musieť vo väčšej či menšej miere čeliť. Obozretnosť je dôležitá z nasledovných dôvodov:

1. Prijatie eura a ďalšie faktory (pokračujúca internacionalizácia finančného podnikania, technologický pokrok a finančná liberalizácia) ešte viac uľahčia pohyb kapitálu z ekonomiky a do ekonomiky (finančného sektora) Slovenskej republiky. Rastúca finančná integrácia môže spôsobiť zmenu objemu a štruktúry cezhraničných kapitálových tokov.

2. Vstup do eurozóny je podmienený nominálnou konvergenciou, súčasťou ktorej je aj pokles úrokových sadzieb na úroveň eurozóny, čím sa zvýši dostupnosť úverov.

3. Pokračujúci ekonomický rast (reálna konvergencia) a celkovo zlepšujúca sa ekonomická situácia môžu vyvolať optimizmus ohľadom budúceho vývoja. Takéto špekulatívne očakávania² v interakcii s ďalšími faktormi (pozri časť 2.2.) následne vyvolajú vyššiu ochotu ekonomických subjektov zadlžovať sa.

4. Obmedzená účinnosť menovej politiky pred vstupom do eurozóny a úplná strata regulačných nástrojov menovej politiky po prijatí eura obmedzuje schopnosť efektívne reagovať na ekonomický cyklus.

Uvedené faktory bližšie analyzujeme v nasledujúcich častiach článku.

2.1. Prílev kapitálu

Rastúca dôveryhodnosť ekonomiky SR, súčasné reformné opatrenia, otvorenosť ekonomiky a (vzhľadom na nízku úroveň mzdových nákladov) vyššia marginálna produktivita kapitálu podporujú očakávania, že prílev priamych zahraničných investícií (PZI) bude pokračovať aj v budúcnosti (tab. 4).³ Výhodou PZI je ich stabilita a pozitívny efekt na rast potenciálu ekonomiky vďaka transferu technológií, *know-how* a následne vyššej produktivite práce.

Tabuľka 4

Priame investície SR (v mld Sk)

	2003 (skutočnosť)	2004	2005	2006	2007
Priame investície (PZI)	30.6	50.9	67.2	48.8	15.7
v SR		52.7	69.1	51.5	20.7
z toho: PZI oficiálny sektor		12.7	10.0	7.8	1.9

Prameň: Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004.

Oveľa zložitejšie je predpovedať, ako sa budú správať krátkodobé, a teda volatilnejšie formy kapitálu. Ich pohyb bude determinovaný vnímaním budúceho vývoja na Slovensku zo strany investorov a očakávaným vývojom v uplatňovaní domácich politík. Konvergencia úrokových sadzieb k sadzbám Európskej centrálnej banky (ECB) môže prílev tejto formy kapitálu čiastočne znížiť. Reálne dobíhanie však bude naďalej dávať investorom špekulujúcim s posilnením kurzu slovenskej koruny príležitosť na zisky.

² Ide o očakávania, ktoré sa nezakladajú na reálnych (skutočných) fundamentoch ekonomického vývoja. Vývoj, ktorý takéto očakávania vyvolajú, preto nie je z dlhodobého hľadiska udržateľný a smeruje k nestabilite (pozri časť 2.3.).

³ Ďalším významným faktorom, ktorý vplýva na prílev PZI, sú investičné stimuly pre zahraničných investorov poskytované z verejných zdrojov.

Navyše, keďže Slovensko je relatívne malý trh, na správanie krátkodobého kapitálu bude vplývať vývoj na väčších trhoch v rámci regiónu strednej a východnej Európy.

Kapitál prichádzajúci zo zahraničia bez ohľadu na jeho formu prechádza bankovým systémom. Tu má potenciál generovať vysoký rast aktív a pasív finančných inštitúcií, pričom môže za určitých podmienok (pozri ďalej) dôjsť k preliatiu do úverového boomu. V slovenskom bankovom sektore je momentálne obrovské množstvo likvidity, ktorej zdrojom nie je len financovanie verejných výdavkov z privatizačných príjmov a prílev krátkodobého kapitálu zo zahraničia, ale napríklad aj minulé intervencie na oslabenie kurzu slovenskej koruny a vyplácanie chránených vkladov zo skrachovaných bánk v prospech obyvateľstva. Aby Národná banka Slovenska (NBS) splnila svoj inflačný cieľ, musí tieto potenciálne úverové zdroje (v objeme zhruba 200 mld Sk) sterilizovať pri relatívne (v porovnaní s ECB) vyššej úrokovej miere.

2.2. Rast dostupnosti úverov

Snaha o čo najskorší možný vstup do eurozóny je podmienená nominálnou konvergenciou ekonomiky prístupujúcej krajiny k ekonomike eurozóny. V rámci nominálnej konvergenzie prebieha aj približovanie kľúčových sadzieb národných centrálnych bánk prístupujúcich krajín ku kľúčovej sadzbe ECB. Tomuto procesu však musí zodpovedať vývoj v reálnej ekonomike prístupujúcej krajiny.

Pre vznik úverového boomu je kľúčovým faktorom dostupnosť úverových zdrojov. Tá je daná na jednej strane nízkou cenou úverových zdrojov a ochotou bánk požičiavať podnikom a obyvateľstvu, a na druhej silným dopytom po úverových zdrojoch, teda určitou ekonomickou silou podnikov a obyvateľstva, ktorá generuje predpoklad splácania prijatých úverov.⁴ Prípadný pokles kľúčových sadzieb vyplývajúci z konvergenčnej hry zlacní úvery pre podniky a obyvateľstvo a súčasný nárast produktívnych príležitostí v reálnej ekonomike povedie k rastu poskytnutých úverov.

Korelácia medzi základnou úrokovou sadzbou NBS a cenou úverových zdrojov pre podniky a obyvateľstvo však nie je jednoznačná (graf 1), čo je spôsobené plytkosťou finančného trhu (pozri časť 2.4.). Banky svoju úrokovú politiku skôr prispôbujú podmienkam na úverovom trhu a všeobecným podmienkam (príležitostiam) v reálnej ekonomike.

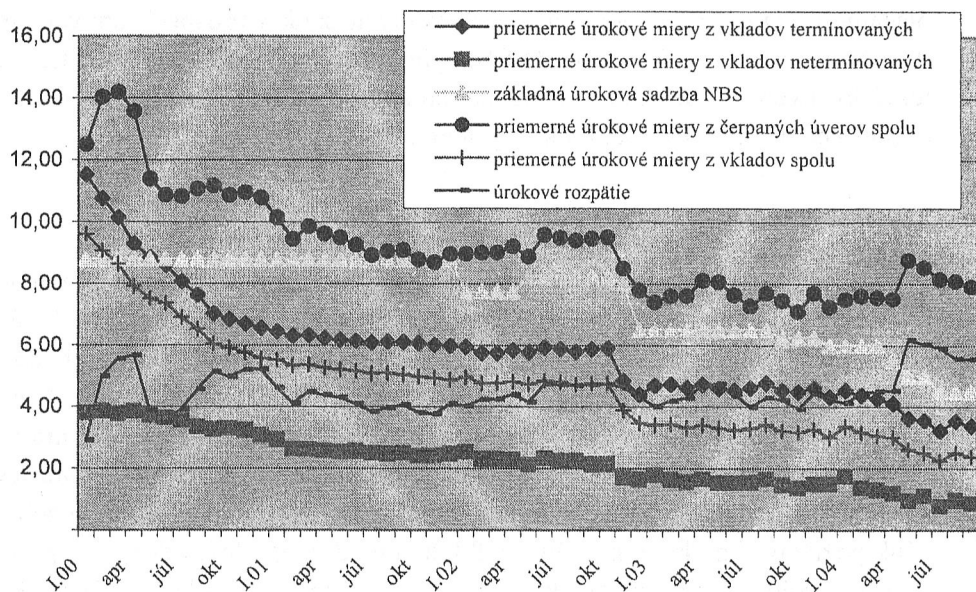
Rastúca konkurencia a snaha získať, resp. udržať si podiel na bankovom trhu s veľkým potenciálom rastu postupne povedie k vyššej angažovanosti bánk

⁴ Ďalším faktorom, tak na strane ponuky, ako aj dopytu po úveroch, sú očakávania ohľadom budúceho ekonomického vývoja, resp. vývoja čistých príjmov ekonomických subjektov (pozri časť 2.3.).

v podnikovom sektore.⁵ Bude to ale determinované zlepšujúcim sa inštitucionálnym prostredím, klesajúcou rizikovosťou a jej zodpovedajúcim poklesom cien (dostupnosťou) úverových zdrojov pre podniky, a na druhej strane rastom počtu produktívnych a konkurencieschopných projektov, hlavne v segmente malého a stredného podnikania. Príchod zahraničných firiem s dobrou a dlhou úverovou históriou na domáci trh môže byť ďalším faktorom napomáhajúcim rast úverovej aktivity bánk vo vzťahu k nefinančným korporáciám.

Graf 1

Vývoj úrokových mier z vkladov a úverov



Znížením v súčasnosti relatívne vysokých úrokových sadzieb pre obyvateľstvo (pozri graf 1) môžu banky v strednodobom horizonte prilákať ďalších retailových klientov zo segmentu obyvateľstva. Flexibilnejší prístup bánk k úverovaniu fyzických osôb možno očakávať aj po zapojení väčšieho počtu bánk, iných finančných inštitúcií a spoločností do úverového registra fyzických osôb, ktorý

⁵ Doterajší nízky objem úverov nefinančným korporáciám (pozri tab. 1) je okrem menovopolitických podmienok determinovaný hlavne relatívne vysokou rizikovosťou podnikovej sféry a s tým súvisiacou vysokou nákladovosťou úverového procesu. Rizikovosť podnikovej sféry je výsledkom neistoty ohľadom vplyvu vstupu SR do EÚ na konkurencieschopnosť mnohých slovenských podnikov, stále neefektívneho fungujúceho systému vynucovania práva, nejasného výkazníctva súvisiaceho so snahou o daňovú optimalizáciu a celkovo nízkej úrovne správy a riadenia podnikov, ktorá často nezodpovedá medzinárodne uznávaným štandardom. Na druhej strane, mnohé podniky radšej riešia svoje financovanie z vlastného nerozdeleného zisku. Rastom počtu väčších firiem so zahraničnou účasťou možno očakávať zlepšovanie podnikovej kultúry.

začal fungovať v októbri 2004, zatiaľ s účasťou troch najvýznamnejších retailových bánk. Rast dopytu obyvateľstva po úveroch možno zároveň v strednodobom horizonte predvídať v dôsledku ich predpokladanej zlepšujúcej sa ekonomickej situácie. Banky tak budú môcť využívať svoj potenciál voľných zdrojov a vysokej hodnoty kapitálovej primeranosti. Tá bola k 31. 12. 2003 na úrovni 21,73 %, čo je vysoko nad úrovňou 8 %, stanovenou na obozretné podnikanie bánk.

2.3. Význam očakávaní

Empirické štúdie o bankových a menových krízach [4] uvádzajú ako častú príčinu finančnej nestability príliš optimistické vnímanie budúceho ekonomického vývoja a vlastných čistých príjmov ekonomickými subjektmi. Ak tieto neopodstatnene optimistické očakávania nie sú korigované opatreniami politik, môžu viesť za podmienok liberalizovaného toku kapitálu k jeho prílevu nad absorpčnú schopnosť ekonomiky, k rýchlemu rastu zadlženosti podnikov a domácností (úverový boom), k rastu hodnoty aktív a následnému previsu agregátneho dopytu nad potenciál ekonomiky (prehriatie ekonomiky). Neúmerný (nie na reálnych faktoroch založený) rast bankových úverov sa prejaví v raste cien aktív a cien nehnuteľností, ktoré sa preto môžu stať neudržateľné. Rastúca hodnota aktív využívaných ako kolaterály vedie k ďalšiemu rastu spotreby a zadlžovaniu. Výsledkom je neudržateľný rast ekonomiky. Rast agregátneho dopytu nad potenciál ekonomiky spôsobuje relatívny rast cien neobchodovateľných tovarov, rast deficitu bežného účtu platobnej bilancie a kurzovú nerovnováhu. Prasknutie takejto bubliny má negatívny vplyv na schopnosť ekonomických subjektov splácať úvery a následne na bankové bilancie. Zhoršujúce sa makroekonomické a finančné indikátory vedú zahraničných investorov (v obave pred znehodnotením ich investícií) k uzatváraniu pozícií. Náhlý odlev kapitálu prehlbuje ekonomický cyklus vyvolaný prasknutím bubliny (*boom bust cycle*).

Konvergenčný program Slovenska na roky 2004 – 2010 predpokladá v prognózovanom horizonte do roku 2007 pokračovanie konjunktúrnej etapy ekonomického cyklu. Naštartovanie investičných aktivít, rast zamestnanosti, „reálne zvýšenie čistej mzdy u mnohých typov rodín z dôvodu zavedenia jednotnej sadzby dane z príjmu 19 % a nového systému daňového bonusu a prídavkov na deti, a „stabilný rast reálnej priemernej mzdy“ [5] môže v priemere viesť v danom období k zlepšeniu očakávaní ohľadom budúcnosti a rastu dopytu po spotrebných a investičných úveroch.

Nepredpokladáme však, že by opísaný nepriaznivý scenár mohol v strednodobom horizonte nastať. V strednodobom horizonte nepredpokladáme vznik neodôvodnene optimistických očakávaní vzhľadom na veľmi pozvoľne sa zlepšujúcu ekonomickú situáciu, rast kapacít v ekonomike, pokračujúcu fiškálnu

konsolidáciu a obozretnú mzdovú politiku, „ktorá bude zabezpečovať rast životnej úrovne na udržateľnej báze“ [5]. Aktualizovaný menový program NBS na rok 2004 prognózuje na obdobie do roku 2007 relatívne stabilný rast úverov podnikom a obyvateľstvu (pozri tab. 2).

2.4. Účinnosť menovej politiky ako nástroja makroekonomického riadenia

Otvorenosť ekonomiky umožňujúca slobodný pohyb kapitálu cez jej hranice, relatívna plytkosť finančného sektora z hľadiska objemu a štruktúry a samotný rozmer ekonomiky SR limitujú možnosti úrokovej politiky NBS ovplyvňovať makroekonomický a finančný vývoj želaným smerom. Vstupom do eurozóny tento nástroj stratíme úplne.

Zhrnutie a odporúčania

Po zvážení jednotlivých relevantných faktorov dospievame k názoru, že v strednodobom a dlhodobom horizonte po vstupe do eurozóny je možné očakávať pomerne rýchly rast úverov podnikovej sféry a obyvateľstvu.

Kým rast úverov a očakávania ekonomických subjektov v strednodobom horizonte nebudú mať destabilizujúci účinok na ekonomiku (bude dochádzať k využívaniu značného potenciálu tak vo finančnom sektore – napr. rast úverov na financovanie výstavby a kúpy nehnuteľností, ako aj v reálnej ekonomike – napr. očakávaný relatívne rýchly rast ponuky nových bytov), v dlhodobom horizonte, po prijatí eura, môžu hlavne príliš optimistické očakávanie domácich ekonomických subjektov (súvisiace s ich lepšou ekonomickou situáciou), ale aj zahraničných trhových hráčov viesť k zmene trendu a naštartovaniu cyklu s uvedenými negatívnymi dôsledkami pre makroekonomickú a finančnú stabilitu v prípade jeho zvratu. Ak jednotná menová politika ECB nebude za týchto okolností zodpovedať domácejmu vývoju, charakterizovanému navyše prostredím reálneho dobiehania, bez potrebných opatrení (pozri ďalej) by mohlo dôjsť k nežiaducej destabilizácii ekonomického vývoja so sociálnymi následkami pre chudobnejšie vrstvy obyvateľstva.

Na minimalizáciu rizík sú vo všeobecnosti potrebné kvalitné inštitúcie i legislatíva, ako aj včasné a efektívne využívanie nástrojov makroekonomických a finančných politík. Konkrétnejšie sú to:

1. *Silné a zdravé finančné inštitúcie s dobrým riadením a správou (corporate governance).* Tie vytvárajú tlak aj na štandardizáciu podnikovej sféry. Samozrejmosťou musia byť kvalitné systémy vnútornej kontroly a riadenia rizík v bankách, ale aj iných finančných sprostredkovateľov.

2. *Flexibilný, preventívne pôsobiaci a rizikovo orientovaný finančný dohľad.* Nevyhnutný je kvalitný legislatívny rámec finančnej regulácie v súlade so svetovým *best practise*.

3. *Dôsledné obozretné monitorovanie vývoja ekonomiky (macroprudential analysis),* vývoja cien aktív slúžiacich ako kolaterály (najmä nehnuteľností), úverových aktivít bánk a miery zadlžovania podnikov a domácností (*microprudential analysis*) centrálnou bankou, čím má centrálna banka k dispozícii systém včasného varovania.

4. *Dobrá legislatívny rámec* upravujúci práva veriteľov v prípade krachov a insolventnosti. S tým úzko súvisí efektívnosť práce súdov pri vynucovaní relevantných práv.

5. *Adekvátny mix fiškálnej a menovej politiky,* ktorý by mal byť vo svojom súhrne mierne reštriktívny. Po prijatí eura bude potrebné nástroje menovej politiky efektívne nahradiť inými politikami a opatreniami.

6. *Obozretná mzdová politika* (mzdová flexibilita), flexibilná politika zamestnanosti a trhu práce a cenová flexibilita ako nástroje a opatrenia na usmerňovanie hospodárskeho cyklu.

7. *Hospodárska stratégia* zameraná na budovanie potenciálu pre udržateľný ekonomický rast formou podpory prílevu stabilných PZI do perspektívnych odvetví.

Niektoré z uvedených faktorov v SR už dobre fungujú, iné, hlavne faktory týkajúce sa legislatívneho a inštitucionálneho rámca, sú v procese tvorby, resp. reforiem (pozri napr. [2, s. 58]). Ich skoré dokončenie, dobudovanie a efektívne využívanie v praxi je pre budúcu finančnú stabilitu rozhodujúce.

Literatúra

- [1] Life under ERM II. [Note for Meeting of Governors.] Bank for International Settlements, február 2004.
- [2] Commission Recommendation on the 2004 update of the Broad Guidelines of the Economic Policies of the Member States and the Community (for the 2003 – 2005 period). Brussels: European Commission 7. 4. 2004.
- [3] FLYNN, J. – GOLDEN, B.: Risks of Overheating and Financial Booms in Acceding Countries. Dublin: Central Bank and Financial Services Authority of Ireland 2003.
- [4] KAMINSKY, G. L. – REINHART, C. M.: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. [International finance discussion papers, No. 544.] Washington DC.: Federal Reserve Bank 1996.
- [5] Konvergenčný program Slovenska pre roky 2004 – 2010. Bratislava: Ministerstvo Financíí SR máj 2004.
- [6] Správa o rozvoji bankového sektora k 31. 12. 2003. Bratislava: Národná banka Slovenska 2004.
- [7] Aktualizovaný menový program na rok 2004. Bratislava: Národná banka Slovenska 2004.
- [8] TŮMA, Z.: Euro Adoption, Acceding Countries and Financial Stability. [Príspevok na konferencii.] Praha 2. – 3. februára 2004.
- [9] WELLINK, A.: Issues Related to Financial Standards, Accounting Regulation and Corporate Governance. [Príspevok na seminári o prístupovom procese.] Paris 4. – 5. marca 2004.