

REGULÁCIA A RIADENIE RIZÍK V BANKÁCH V OBDOBÍ RASTÚCEJ KONKURENCIE Z MIMO BANKOVÉHO SEKTORA

RUDOLF SIVÁK¹ – PETER GOLHA²

Bank Regulation and Risk Management in the Period of Growing Competition from Outside of the Banking Sector

Abstract: *The aim of this paper is to define main development trends in terms of the volume and structure of assets in the banking sector and in the sector of non-bank financial institutions (NBFI) in the last two decades. The first part of the article provides a definition of individual subsectors of the financial sector and their position in the financial system. The next section presents current trends in the volume and structure of assets in individual subsectors. The available data shows that over the last decade the volume of financial assets of NBFIs has grown dynamically worldwide. On the contrary, the growth dynamics of the banking sector's assets varied among individual economic entities. In the euro area and some other economies, the NBFIs market share has expanded significantly at the expense of the banking sector. One of the reasons for the dynamic expansion of the NBFI sector is the much lower degree of regulation compared to the banking sector. The last part of the paper is devoted to current innovations in the NBFI sector.*

Keywords: *financial system; financial monetary institutions; non-bank financial institutions; financial market regulation; financial intermediation.*

JEL Classification: G10, G21, G23

¹ Dr.h.c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD., Ekonomická univerzita v Bratislave, Slovenská republika, e-mail: rudolf.sivak@euba.sk

² Ing. Peter Golha, Ekonomická univerzita v Bratislave, Slovenská republika, e-mail: peter_golha@tatrabanka.sk

1 Úvod

Bankový sektor je už dlhšie obdobie pod prísnejším dozorom národných a nadnárodných regulátorov. Takto sa banky dostávajú a fungujú v špecifickej situácii v porovnaní s nebankovými podnikateľskými subjektmi, ktoré prenikajú do oblasti poskytovania finančných služieb. Aktuálnou témou je reagovať a analyzovať tento stav a preskúmať vplyv vzniknutej situácie na činnosť bánk vo väzbe na ich rizikový profil. V tomto príspevku sa v rámci výskumného projektu „Finančné riziká a ich vplyv na úverový cyklus a finančnú stabilitu ekonomiky SR“ autori zamerali na definovanie hlavných vývojových tendencií z hľadiska objemu a štruktúry aktív v bankovom sektore a v sektore nebankových finančných inštitúcií ako jedného z podkladov pre ďalšie analýzy uvedenej problematiky. Nemenej dôležitým aspektom skúmanej problematiky je identifikácia príčin a tiež možných dôsledkov prípadných výraznejších zmien v objeme a štruktúre aktív v správe jednotlivých subsektorov finančného sektora.

2 Finančný sektor, bankový sektor a nebankové finančné inštitúcie

Finančný systém z makroekonomického pohľadu tvoria dve hlavné skupiny subjektov: banky a nebankové finančné inštitúcie. Bankový sektor v moderných ekonomikách je dvojstupňový, pričom pozostáva z:

1) centrálnej banky plniacej funkcie emisie peňazí, menovej politiky, regulácie finančného trhu „banky bánk“ a do istej miery aj banky štátu,

2) ostatných bánk, ktoré prijímajú vklady (depozitá) a poskytujú úvery ostatným ekonomickým subjektom; ich primárnou a všeobecnou funkciou v ekonomike je finančné sprostredkovanie, t. j. akumulácia voľných finančných zdrojov od subjektov s prebytkom likvidity a ich dočasný transfer k ekonomickým subjektom s aktuálnym nedostatkom likvidných prostriedkov.

V európskom systéme národných účtov (Nariadenie rady, 1996) centrálna banka a komerčné banky spolu tvoria sektor menových finančných inštitúcií (ďalej len „MFI“, skr. z angl. Monetary financial institutions). Subsektor centrálnej banky nepovažujeme za potrebné v tomto článku podrobnejšie definovať. Subsektor ostatných menových inštitúcií (v tomto texte označova-

ných skrátene aj ako „banky“) pozostáva zo všetkých finančných korporácií a kvázikorporácií, s výnimkou tých klasifikovaných v subsektore centrálna banka, ktoré sú z rozhodujúcej časti zapojené do finančného sprostredkovania a ktorých podnikanie spočíva v prijímaní vkladov a/alebo substitútov blízkyh vkladom od inštitucionálnych jednotiek iných, ako sú menové inštitucionálne jednotky, a poskytovať na svoj vlastný účet pôžičky a/alebo realizovať investície do cenných papierov. Do subsektora ostatných MFI patria nasledovní finanční sprostredkovatelia:

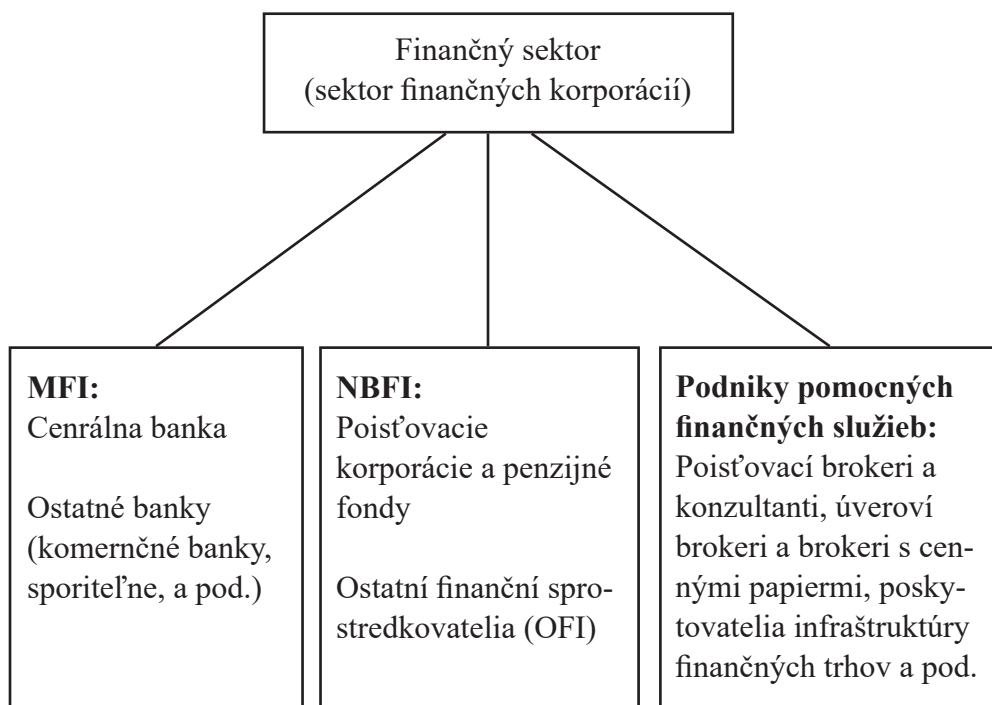
- komerčné banky, univerzálne banky, viacúčelové banky,
- sporiteľne,
- poštové žiro inštitúcie, poštové banky, žiro banky,
- vidiecke kreditné banky, poľnohospodárske kreditné banky,
- družstevné kreditné banky, kreditné združenia,
- špecializované banky (obchodné banky, emisné domy, súkromné banky),
- korporácie zapojené do poskytovania hypoték,
- obecné kreditné inštitúcie,
- podielové fondy, ak je ich podnikaním získanie splatných prostriedkov od verejnosti, či už vo forme vkladov alebo v inej forme, akou je priebežné vydávanie dlhopisov a ostatných porovnateľných cenných papierov.³

Schematické zobrazenie finančného sektora (formálne, sektora finančných korporácií) podľa Európskeho systému národných účtov (ESNÚ) je znázornené na svhéme č. 1. S výnimkou subsektora centrálnej banky môže byť každý subsektor ďalej členený na:

- verejné finančné korporácie,
- národné (domáce) súkromné finančné korporácie,
- zahraničím kontrolované finančné korporácie.

³ Inak by mali byť podielové fondy, obecné kreditné inštitúcie a korporácie zapojené do poskytovania hypoték klasifikované v subsektore ostatných finančných sprostredkovateľov.

Schéma č. 1: Štruktúra finančného sektora podľa ESNÚ



Prameň: Autori z podkladov Európskeho systému národných účtov (Nariadenie rady, 1996).

Nebankové finančné inštitúcie sú v podmienkach Slovenska často spojené s negatívnym vnímaním. Je to dôsledok zlých skúseností verejnosti v súvislosti s krachom viacerých nebankových subjektov ponúkajúcich sporiace produkty na začiatku nového milénia, neskôr rezonovali vysoké úrokové sadzby (hraničiacie až s úžerou) niektorých nebankových úverových inštitúcií. Treba však konštatovať, že sektor nebankových finančných sprostredkovateľov⁴ je oveľa širší a vo vyspelých ekonomikách tvorí už dlhé desaťročia integrálnu súčasť finančného systému. Aj preto v rámci tohto príspevku uvádzame stručnú charakteristiku tohto sektora.

V intenciách legislatívy Európskej únie (EÚ, Nariadenie rady, 1996) nebankové finančné inštitúcie sú všetky finančné korporácie okrem centrálnych bánk, ostatných menových finančných inštitúcií (t. j. banky a sporiteľne) a tiež

⁴ Pojmy „nebankové finančné inštitúcie“ a „nebankoví finanční sprostredkovatelia“ chápeme ako synonymá.

okrem podnikov pomocných finančných služieb.⁵ Podľa alternatívneho pozitívneho vymedzenia vyplývajúceho z uvedenej legislatívy skupinu nebankových finančných inštitúcií tvoria nasledovné subsektory finančného sektora:

I) Poisťovacie korporácie a penzijné fondy: tento subsektor pozostáva zo všetkých finančných korporácií a kvázikorporácií, ktoré sú z rozhodujúcej časti zapojené do finančného sprostredkovania v dôsledku rizík. Patria sem autonómne penzijné fondy, poisťovne a zaistovacie korporácie.

II) Ostatní finanční sprostredkovatelia (ďalej len OFI, skr. z angl. „Other financial intermediaries“) s výnimkou poisťovacích korporácií a penzijných fondov: táto skupina pozostáva zo všetkých finančných korporácií a kvázikorporácií, ktoré sú z rozhodujúcej časti zapojené do finančného sprostredkovania tým, že preberajú záväzky vo forme inej ako mena, vklady a/alebo vkladom blízke substitúty od inštitucionálnych jednotiek iných, ako sú menové finančné inštitúcie, alebo vo forme technických rezerv poistenia. Podstatným rozlišovacím znakom tohto subsektora od bánk a sporiteľní je prevažne dlhodobé financovanie. Hranica s poisťovňami a penzijnými fondmi môže byť zase určená neexistenciou záväzkov vo forme poisťných technických rezerv. Do subsektora OFI patria najmä nasledovné finančné korporácie a kvázikorporácie:

- inštitúcie finančného leasingu,
- inštitúcie ponúkajúce splátkový predaj a poskytovanie osobných alebo komerčných financií (vo forme pôžičiek),
- korporácie zapojené do faktoringu,
- dealeri cenných papierov a derivátov (na vlastný účet),
- špecializované finančné korporácie, ako napr. spoločnosti rizikového a akciového kapitálu, spoločnosti financovania zahraničného obchodu, a pod.,
- fondy peňažného trhu, hedge fondy a ostatné druhy investičných fondov,
- investičné trusty realitného trhu (REITs),
- inštitúcie a fondy štruktúrovaného financovania.

⁵ Subsektor podniky pomocných finančných služieb pozostáva zo všetkých finančných korporácií a kvázikorporácií, ktoré sú z rozhodujúcej časti zapojené do pomocných (pridružených) finančných aktivít, t. j. do aktivít úzko spojených s finančným sprostredkovaním, ktoré však nie sú samotným finančným sprostredkovaním.

Podľa menej „technickej“ definície Financial Stability Board (ďalej len FSB) nebankoví finanční sprostredkovatelia sú všetky finančné inštitúcie okrem centrálnych bánk, bánk, alebo verejných finančných inštitúcií (Adrian a Ashcraft, 2012). Vittas (1998) definuje nebankové finančné inštitúcie (ďalej len „NBFÍ“) ako rôznorodý mix inštitúcií, ktorých spoločným znakom je „mobilizácia úspor a sprostredkovanie financovania rôznorodých aktivít, pričom však neprijímajú depozitá od verejnosti“ (na rozdiel od bánk, pozn. autora).

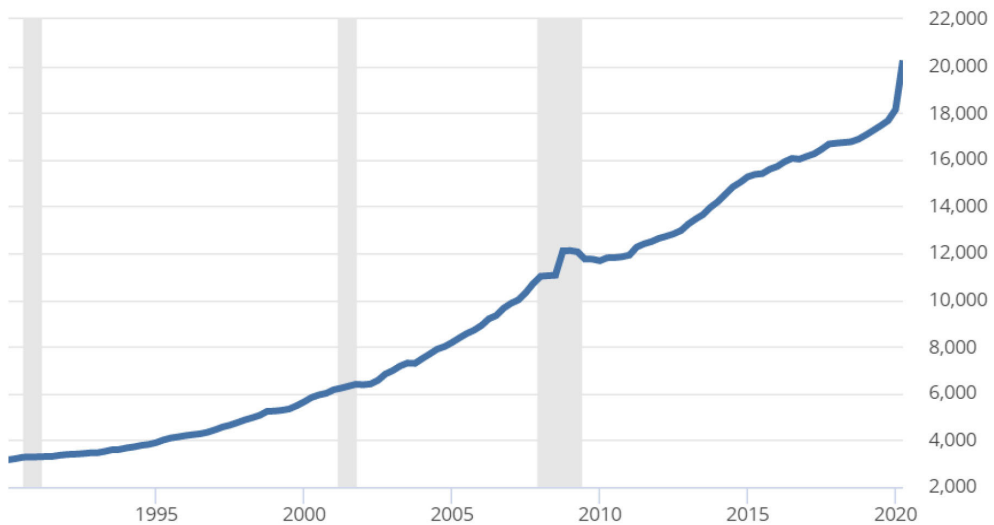
Ešte donedávna sa sektor NBFÍ v odbornej literatúre označoval pojmom „tieňové bankovníctvo“ (angl. „shadow banking“). Adrian a Ashcraft (2012) definovali systém „tieňového bankovníctva“ ako sieť špecializovaných finančných inštitúcií, ktoré sprostredkujú transfer finančných zdrojov od sporiteľov k investorom prostredníctvom širokého spektra sekuritizácie a zabezpečeného financovania. Podobnú definíciu dlho používala aj FSB, pričom hlavným rozlišovacím znakom medzi „tieňovým bankovníctvom“ a bankovým sektorom boli rozličný stupeň regulácie oboch sektorov a zároveň skutočnosť, že „tieňové banky“ na rozdiel od bánk nemali priamy prístup k likvidite centrálnych bánk a investície (depozitá) v nich uložené nepodliehali verejnému systému poistenia vkladov. Ako poukázali už autori Pozsar et al. (2010), pojem „tieňové bankovníctvo“ je sám osebe zavádzajúci a tak trochu pejoratívny, preto sa v literatúre od takéhoto označenia NBFÍ upúšťa. Aj FSB vo svojich pravidelných správach nahradila v roku 2018 systém „tieňového bankovníctva“ sektorom NBFÍ.

3 Súčasné trendy vývoja objemu a štruktúry aktív bánk a nebankových finančných inštitúcií

V USA sme mohli v posledných desaťročiach pozorovať vcelku stabilný trend rastu objemu aktív v správe komerčných bánk. Od začiatku roku 1990 do konca roku 2019 vzrástol objem aktív komerčných bánk v USA z 3,16 bilióna. USD na 17,66 bilióna. USD, pri priemernej ročnej miere rastu objemu aktív o 5,9 %. Z grafu č. 1 sú zrejmé excesy najmä v krízových rokoch 2008 – 2009, a rovnako v prvom polroku 2020, ktorý bol poznačený pandemiou Covid-19 a súvisiacim „ochromením“ ekonomiky. V druhom štvrtroku 2020 dosiahol objem aktív v správe komerčných bánk v USA sumu 20,24 bilióna. USD, čo je oproti poslednému štvrtroku 2019 nárast o 2,58 bilióna. USD, resp. o 14,6 %. V relatívnom vyjadrení bol podobný skokový nárast objemu

aktív komerčných bánk v USA zaznamenaný v poslednom štvrtroku 2008, t. j. bezprostredne po krachu banky Lehman Brothers (vtedy došlo k nárastu o 9,4 %). Skokový nárast objemu aktív v správe komerčných bánk v čase krízy by sme mohli nazvať, tak ako ekonomickí komentátori, ako reverzný „run“ na banky.

Graf č. 1: Celková hodnota aktív komerčných bánk v USA od roku 1990 (v mld. USD, priemer za daný štvrtrok, sezónne očistené údaje, sivé stĺpce označujú obdobia recesie)



Prameň: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED).

Tento na prvý pohľad paradoxný jav má však svoje logické zdôvodnenie: firmy podľa hesla „cash is king“ v čase neistoty načerpávajú existujúce úverové linky a ukladajú ich na bežné účty v bankách. Analogicky časť individuálnych investorov a domácností môže presúvať časť prostriedkov na bežné účty z iných typov aktív (napr. zatvorenie existujúcich pozícií na akciových trhoch). Ako uvádza Benoit (2020), takmer polovica z celkového prílevu aktív viac ako 1 bilión. USD do amerických komerčných bánk prúdila v priebehu prvého štvrtroku 2020 do 4 najväčších bánk. Kress (2020) tento jav zdôvodňuje tým, že ekonomické subjekty v čase vysokej miery neistoty smerujú depozitá najmä do bánk vnímaných ako „too big to fail“, t. j. systémovo dôležitých bánk, o ktorých sa domnievajú, že v prípade ich problémov ich zachráni vláda z verejných zdrojov.

Skúsenosť z priebehu globálnej finančnej krízy je taká, že po znížení volatility na finančných trhoch došlo ku krátkodobému odlevu aktív z komerčných bánk a vývoj objemu celkových aktív sa opätovne ustálil v rámci dlhodobého rastového trendu absolútneho objemu aktív v bankovom sektore. Z krátkodobého hľadiska však skokový prílev depozít predstavuje isté riziko, keďže banky môžu pociťovať problémy s umiestňovaním nadbytočnej likvidity pri súčasnej potrebe plniť regulatívne požiadavky na štruktúru aktív.

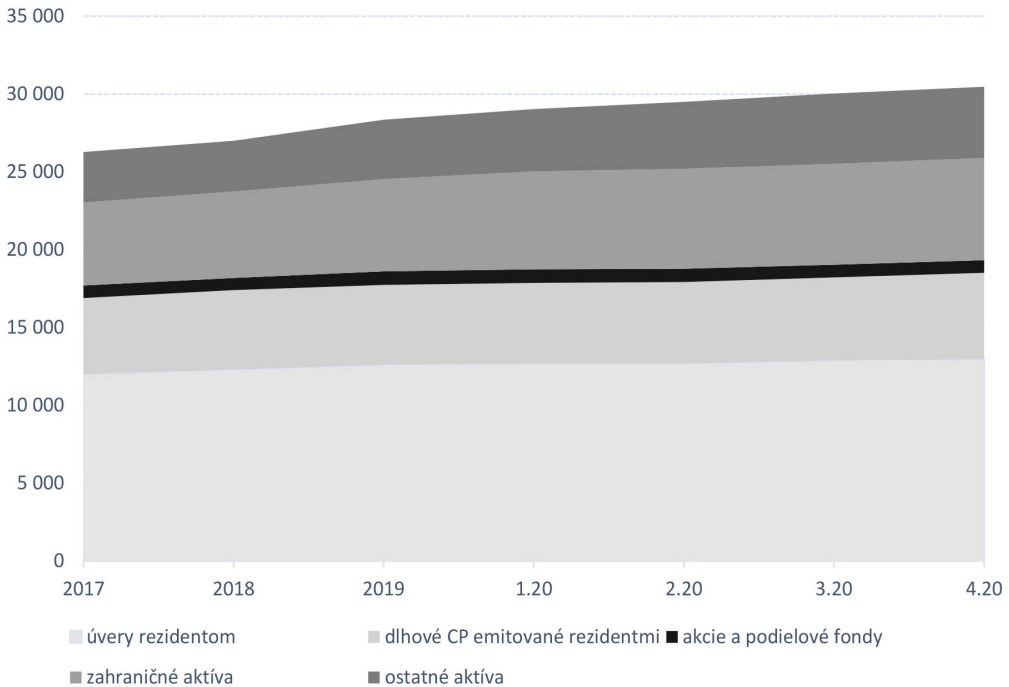
Graf č. 2: Celkový objem aktív v sektore MFI v eurozóne (okrem subsektora centrálnej banky; v mld. eur)



Prameň: Autori z údajov ECB (2020).

Z údajov uvedených v grafoch č. 1 a 2 je zrejmé, že dynamika vývoja objemu aktív komerčných bánk v eurozóne sa oproti bankovému sektoru USA zásadne líšila predovšetkým v posledom desaťročí. Kým v USA aktíva bankového sektora konzistentne rástli, v eurozóne pozorujeme od roku 2012 stagnáciu. Príčiny stagnácie objemu aktív bankového sektora eurozóny možno nateraz označiť ako cyklické („hľadanie výnosu“, konsolidácia bankového sektora eurozóny po globálnej finančnej kríze a dlhovej kríze v eurozóne), pričom detailnejšia pozornosť týmto faktorom je venovaná v ďalšom texte.

Graf č. 3: Štruktúra aktív bankového sektora v eurozóne (okrem subsektora centrálnej banky, konsolidované údaje, v mld. eur)



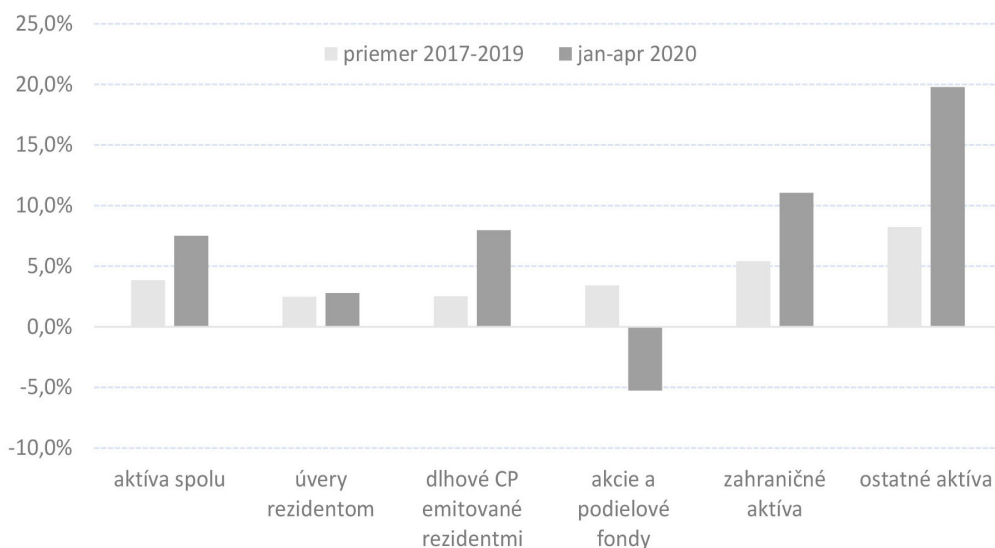
Prameň: Autori z údajov ECB.

V štruktúre aktív bankového sektora eurozóny boli v posledných rokoch najvýznamnejšou zložkou úvery rezidentom. Ku koncu roku 2019 tvorili úvery rezidentom 44,5 % celkových aktív komerčných bánk eurozóny. Z celkového objemu 12 598 mld. eur úverov rezidentom ku koncu roku 2019 tvorili úvery voči sektoru verejnej správy 981 mld. eur a úvery ostatným rezidentom boli v sume 11 617 mld. eur. Druhou najvýznamnejšou položkou v štruktúre bankových aktív eurozóny ku koncu roku 2019, ale aj v dlhšom časovom horizonte, sú zahraničné aktíva s podielom 21 %, pričom ku koncu roku 2019 dosiahol ich objem v bilanciách bánk eurozóny sumu 5 931 mld. eur. Ďalšou významnou položkou štruktúry aktív bánk v eurozóne sú dlhové cenné papiere emitované rezidentmi, ktorých objem v roku 2019 dosiahol 5 146 mld. eur pri 18,2 %-nom podiele na celkových aktívach bánk. V rámci dlhových cenných papierov sú dominantnou položkou štátne dlhopisy s podielom 70 %.

Ostatné aktíva v sume 3 806 mld. eur sa na bilančnej sume bánk v eurozóne podieľali v roku 2019 v priemere 13,4 percenta. Menšia položka v rámci toho

sú fixné aktíva v sume 238 mld. eur, zvyšok tvoria derivátové pozície, výnosy budúcich období, alebo aktuálne precenenie otvorených pozícií na akciových a menových trhoch. Držba akcií a účastín v podielových fondoch je len minoritnou zložkou bilancií bánk v eurozóne. V posledných rokoch sa celková suma týchto aktív v rámci bilancií bánk eurozóny pohybovala okolo 800 mld. eur.

Graf č. 4: Rast objemu jednotlivých zložiek aktív bankového sektora v eurozóne v rôznych obdobiach (okrem subsektora centrálnej banky)



Prameň: Autori z údajov ECB.

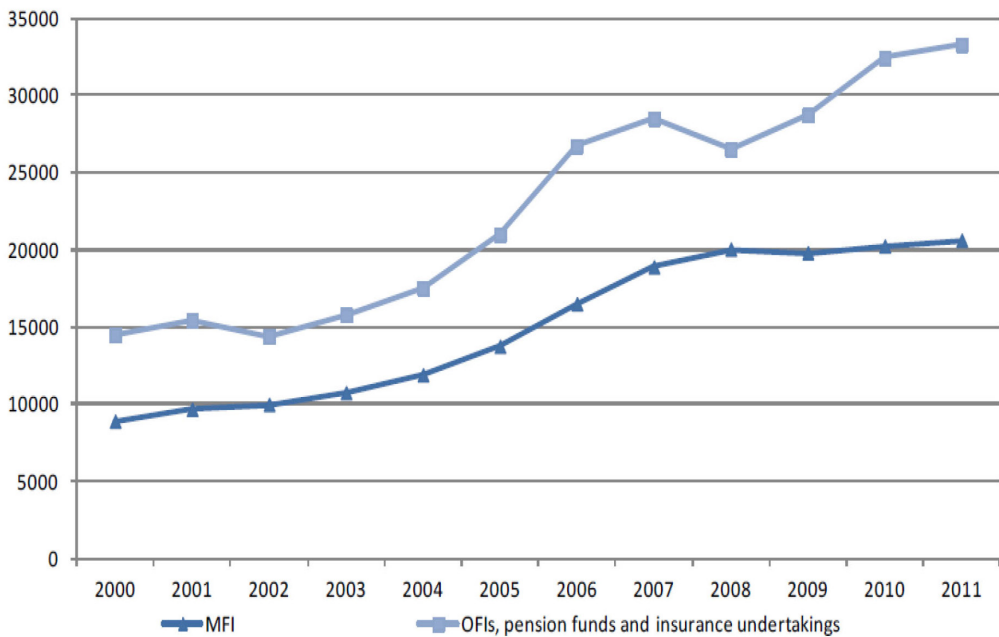
V súvislosti s nástupom pandémie ochorenia Covid-19 a súvisiacim útlmom ekonomiky sme na začiatku roka 2020 zaznamenali v eurozóne podobný skokový prírastok aktív bankového sektora ako v USA (aj keď v o niečo menšej miere). Je teda zrejmé, že fenomén reverzného „runu“ na banky v čase koronakrízy nebol len lokálnym fenoménom v USA. Kým v rokoch 2017 až 2019 rástli aktíva bankového sektora eurozóny ročne v priemere o 3,8 %⁶, za prvé štyri mesiace 2020 sa dostavil rast celkového objemu aktív až o 7,5 %, pričom najvýraznejšie rástol objem ostatných aktív, zahraničných aktív a v porovnaní

⁶ Prítom rast objemu aktív v posledných rokoch zatiaľ treba vnímať len ako krátkodobý trend, keďže, ako je ukázané v predošlom texte, objem aktív bankového sektora eurozóny v poslednej dekáde stagnoval.

s predchádzajúcim rokom výrazne narástla aj alokácia zdrojov do dlhových cenných papierov rezidentov. Rast objemu úverov sa v čase koronakrízy príliš nezmenil, naopak, objem prostriedkov viazaných v akciách sa znížil o 5 %. Uvedené zmeny môžu poslúžiť ako cenný príklad zmeny risk manžmentu a alokácie zdrojov bánk v krízových a mimoriadnych časoch.

Konzistentné štatistiky za sektor nebankových finančných inštitúcií v globálnom meradle, žiaľ, nie sú k dispozícii, preto sa pokúsime zhodnotiť vývoj v tomto sektore na základe dostupných štatistík za krajiny EÚ / eurozóny a v niektorých prípadoch aj v širšom medzinárodnom kontexte.

Graf č. 5: Vývoj celkových aktív bankového sektora (MFI) a NBFÍ (OFÍ a ďalšie) v krajinách EÚ-27 (teda bez Chorvátska); v mld. EUR

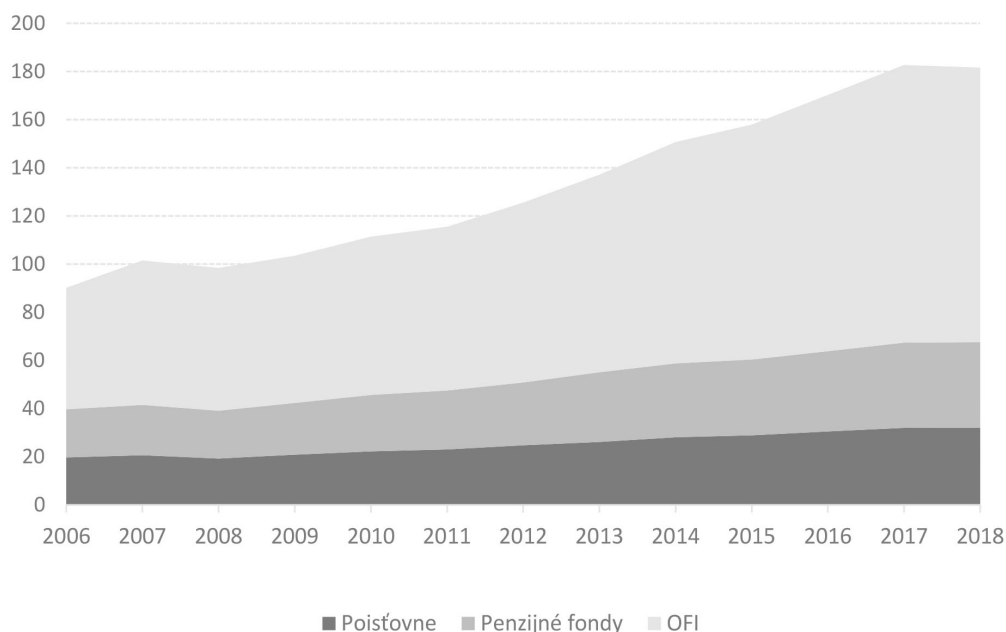


Prameň: Európska komisia (2012)

Z údajov z grafu č. 5 je zrejmé, že objem aktív v správe NBFÍ v krajinách EÚ bol v porovnaní s MFI vyšší počas celého sledovaného obdobia, pričom do roku 2004 rástli aktíva v oboch sektoroch približne rovnakým tempom. Po roku 2004, tzn. bezprostredne pred vypuknutím globálnej finančnej krízy, sa citeľne zrýchlil rast objemu aktív v správe NBFÍ, čo bolo nasledované prepa-

dom v tomto sektore v roku 2008. Tento prepád bol čiastočne zapríčinený jednak poklesom hodnoty finančných aktív a sčasti zrejme aj dočasným čistým odlevom kapitálu sporiteľov počas eskalácie finančnej krízy. Po upokojení situácie od roku 2009 objem aktív v správe NBFÍ opätovne rástol, zatiaľ čo objem aktív v bankovom sektore v podstate stagnoval.

Graf č. 6: Celkový objem aktív v správe NBFÍ a ich štruktúra (údaje z 29 vybraných ekonomík, v bil. USD)



Prameň: Autori z údajov FSB (2020).

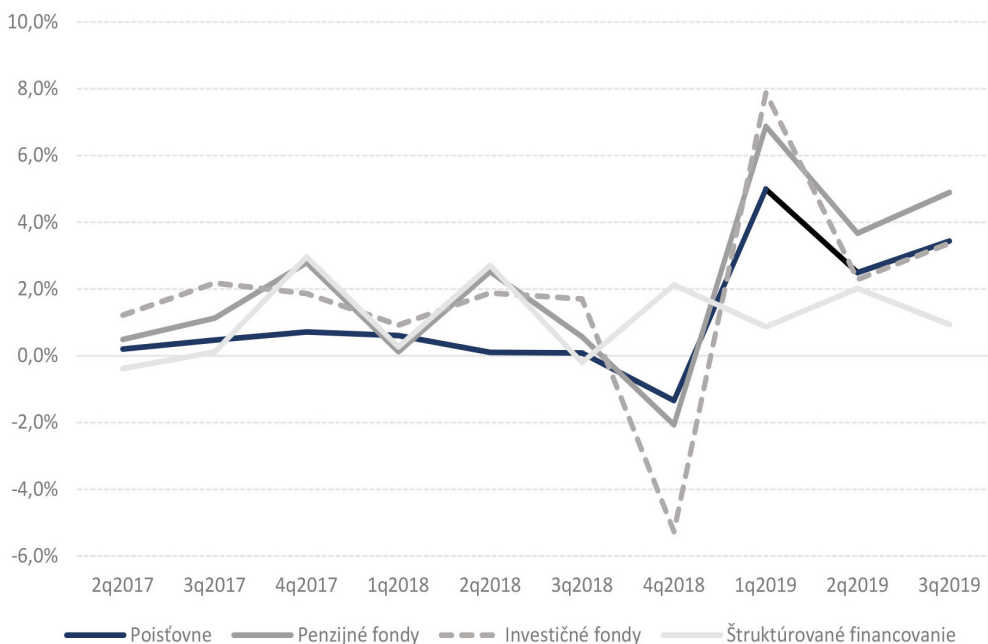
Analogický pohľad na vývoj aktív NBFÍ v krízových rokoch získame z údajov uvedených v grafe č. 6, aj keď tu je k dispozícii dlhší časový rad a iná vzorka sledovaných krajín.⁷ Navyše, je zrejme, že dynamický rast objemu finančných aktív v sektore NBFÍ pokračoval aj po roku 2011. Celkovo možno konštatovať, že objem finančných aktív NBFÍ sa v 29 sledovaných jurisdikciách v rokoch 2006 až 2018 zdvojnásobil z 90,2 na 181,6 miliarda USD. V rokoch 2006 až 2018 rástol objem aktív NBFÍ v sledovaných krajinách ročne v priemere o 6 %, z toho najrýchlejšie v subsektore OFI (ročne v priemere o 7 %). O niečo

⁷ Ide o údaje za 29 krajín, vrátane 8 krajín eurozóny, USA, Japonska, Spojeného kráľovstva, krajín BRICS, Austrálie, Kanady, Mexika a i., pričom uvedená vzorka krajín reprezentuje viac ako 80 % globálneho HDP.

pomalšie priemerné ročné tempo rastu spravovaných aktív zaznamenali subsektory penzijných fondov (4,9 %) a poisťovní (4,2 %). V dôsledku najrýchlejšieho tempa rastu aktív v subsektore OFI jeho podiel na celkových aktívach sektora NBFÍ postupne rástol a v roku 2018 dosiahol 62,8 %, v tom istom roku podiel penzijných fondov bol 19,5 % a podiel poisťovacích korporácií tvoril 17,7 % z celkového objemu aktív NBFÍ.

Možno predpokladať, že stagnácia hodnoty finančných aktív v roku 2018 je len dočasným výkyvom, ktorý bol spôsobený prudkým výpredajom na svetových akciových trhoch v poslednom štvrtroku 2018. Od začiatku roku 2019 hlavné svetové akciové trhy opätovne rástli a s ročným zhodnotením o 20 – 30 % zaznamenali jeden z najlepších rokov v pokrízovom období. Tento predpoklad potvrdzujú aj čiastkové údaje, ktoré boli v čase tvorby tohto článku dostupné za krajiny eurozóny. Krátkodobý pohľad na dynamiku objemu aktív v správe NBFÍ v eurozóne je znázornený v grafe č. 7. Je zrejmé, že po prepade v závere roku 2018 objem aktív v správe NBFÍ v eurozóne počas roku 2019 pokračoval v raste, navyše, rýchlejšim tempom ako v predchádzajúcich rokoch.

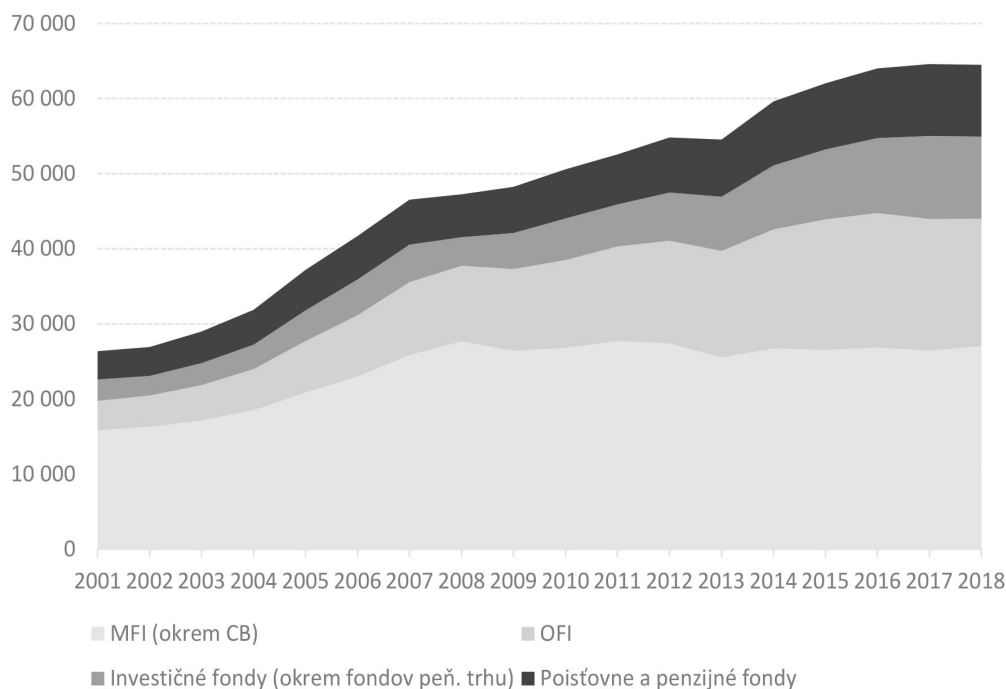
Graf č. 7: Objem aktív vybraných subsektorov NBFÍ v krajinách eurozóny (zmena oproti predchádzajúcemu štvrtroku)



Prameň: Autori z údajov ECB (Benoit, 2020).

V štvrtom štvrtroku 2018 sa objem sledovaných aktív v eurozóne v porovnaní s predošlým štvrtrokom znížil celkovo o 3,1 %, pričom najvýraznejší pokles sa prejavil v subsektore investičných fondov (– 5,3 %). V roku 2019 sa dostavil prudký rast a objem sledovaných aktív v eurozóne bol v treťom štvrtroku v medziročnom porovnaní vyšší celkovo o 9,1 %. V relatívnom vyjadrení bol najvýznamnejší prírastok spravovaných aktív v subsektore penzijných fondov (+ 13,8 %). O niečo pomalší medziročný rast objemu aktív vykázali v treťom štvrtroku 2019 v rámci eurozóny aj poisťovne (+ 9,8 %), investičné fondy (+ 8,1 %) a inštitúcie realizujúce štruktúrované finančné produkty (+ 6,1 %).⁸

Graf č. 8: Finančné aktíva v správe rôznych inštitúcií finančného sektora eurozóny (v mld. eur)



Prameň: Autori z údajov Eurostatu (2020).

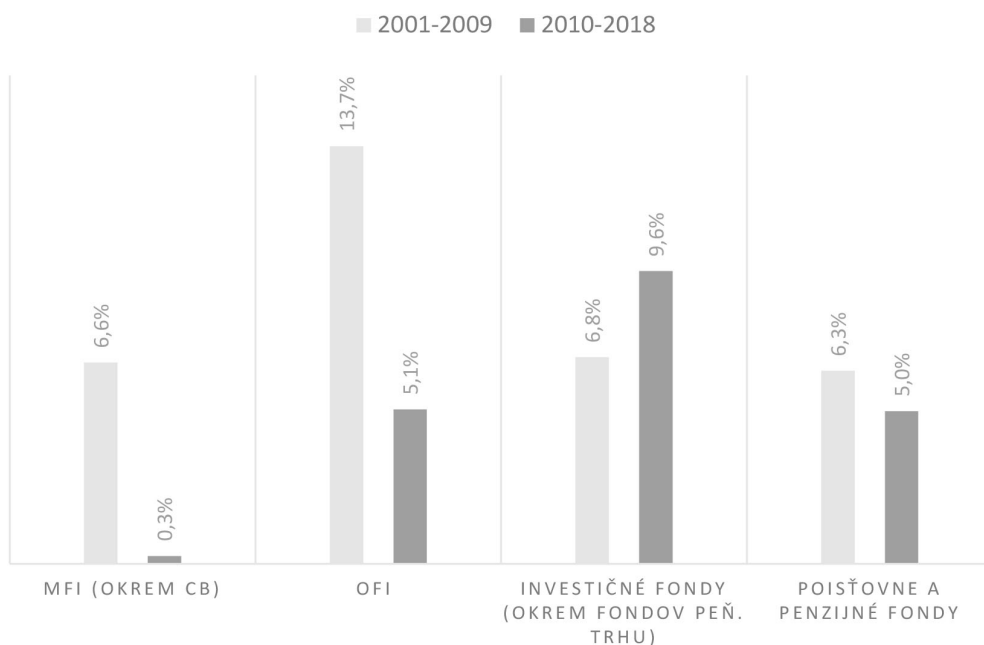
Pomerne komplexný pohľad na hlavné trendy v objeme a štruktúre aktív v správe NBFÍ, a tiež celkové postavenie NBFÍ v rámci finančného systému eurozóny, získame z grafov č. 8 a 9.

⁸ Presnejšie, inštitúcie realizujúce štruktúrované finančné produkty ECB definuje ako „Financial vehicle corporations“. Hlavným definujúcim prvkom týchto inštitúcií je, že realizujú sekuritizáciu.

Z údajov je evidentný dynamický rast podielu NBFÍ na celkovom objeme aktív v správe finančných korporácií (okrem centrálnych bánk), a to na úkor MFI najmä v poslednom desaťročí. Výsledkom oveľa rýchlejšieho rastu objemu aktív v správe NBFÍ je pokles podielu MFI na celkových aktívach finančného sektora eurozóny zo 60 % v roku 2001 na 42 % v roku 2018. Podľa údajov FSB (2020) k takémuto vývoju v rámci eurozóny najvýraznejšie prispela reštrukturalizácia finančného sektora v Írsku, Belgicku, Holandsku a v Nemecku. Dominantné postavenie majú OFÍ aj v rozvinutom finančnom systéme v Luxembursku.

Mimo krajín eurozóny v posledných dvoch desaťročiach výrazne narástol trhovú podiel NBFÍ na úkor bankového sektora aj v Spojenom kráľovstve, na Kajmanských ostrovoch, v Singapure a v Indii. Naopak, v USA, Kanade a v Japonsku boli podiely jednotlivých zložiek finančného sektora od začiatku nového milénia relatívne stabilné, aj keď v USA bol podiel bankového sektora na celkových aktívach finančného sektora relatívne nízky a v sledovanom období sa pohyboval okolo 20 % (a v Kanade do 30 %). V Číne sa po dlhoročnom poklese podiel bánk na celkových aktívach finančného sektora v posledných rokoch stabilizoval okolo 60 %.

Graf č. 9: Priemerné ročné tempo rastu objemu finančných aktív v správe inštitúcií finančného sektora eurozóny v rôznych obdobiach



Prameň: Autori z údajov Eurostatu (2020).

4 Príčiny rastu úlohy NBFÍ vo finančnom sektore eurozóny

Stagnácia objemu finančných aktív MFI, resp. silný rast podielu NBFÍ na celkových aktívach finančného sektora eurozóny v poslednom desaťročí, má viaceré príčiny, ktoré by sme po vzore štúdie Európskej centrálnej banky (ECB, 2016) mohli rozdeliť do dvoch hlavných skupín: a) *cyklické* a b) *štrukturálne*.

Medzi príčiny cyklického charakteru možno zaradiť veľmi nízke trhové úrokové sadzby znižujúce atraktivitu sporiacich produktov bankového sektora a štátnych dlhopisov, čo vedie k presmerovaniu toku investícií do iných sektorov vrátane NBFÍ. V literatúre sa tento fenomén označuje ako „hľadanie výnosu“ (preklad z angl. „search for yield“), pričom sa empiricky potvrdil vo viacerých prácach.⁹ Ďalším cyklickým faktorom expanzie NBFÍ na úkor MFI v eurozóne sú tiež straty, ktoré bankový sektor eurozóny utrpel v dôsledku globálnej finančnej krízy a následnej dlhovej krízy v eurozóne. Nevyhnutná konsolidácia a reštrukturalizácia bankových bilancií prirodzene obmedzovala možnosti aj „apetít“ ďalšej expanzie v bankovom sektore. Stagnácia ponuky financovania zo strany bankového sektora tak prirodzene nahrávala rastu úlohy NBFÍ pri sprostredkovaní finančných služieb.

Štúdia ECB (2016) k uvedeným cyklickým faktorom pridáva aj dlhodobé (štrukturálne) faktory rastu trhového podielu NBFÍ na úkor MFI. *Demografický vývoj*, starnutie populácie vedú k zvýšenému záujmu verejnosti o sporenie a investovanie prostredníctvom investičných fondov, poisťovní a penzijných fondov. Presun sporiteľov z bankového sektora do sektora NBFÍ bol v uplynulom desaťročí ešte zosilnený v spojitosti s cyklickým faktorom mimoriadne nízkeho úročenia sporiacich produktov MFI.

Ďalším štrukturálnym faktorom rastu trhového podielu NBFÍ na úkor MFI je tzv. *regulačná arbitráž*, keď uvoľnenejšie podmienky regulačného rámca NBFÍ v porovnaní s MFI môžu viesť k účelovému transferu niektorých aktivít z bankového sektora do sektora NBFÍ. Regulačná arbitráž ako motív expanzie sektora NBFÍ nie je novým fenoménom posledného desaťročia. Ako uvádza štúdia MMF (Gennaioli, Shleifer a Vishny, 2013), zavádzanie nových pravidiel regulácie bankového sektora (dnes známych ako Basel I) viedlo k vlne rastu sekuritizácie v Európe a v USA už koncom 80-tych rokov 20. storočia. Regulačná arbitráž v tom období podnietila vznik viacerých nových nástrojov

⁹ Pozri napr. Hodula (2018) alebo International Monetary Fund (2014).

sekuritizácie, vrátane zabezpečených dlhových obligácií (CDO, collateralized debt obligations) a fondov, resp. „poolov“ štruktúrovaných investícií (SIV, skr. z angl. „structured investment vehicles“). Ďalšia výrazná vlna sekuritizácie sa uskutočnila vo vyspelých ekonomikách začiatkom nového milénia v prostredí relatívne nízkych úrokových sadzieb v porovnaní s predchádzajúcimi dekadami. Citovaná štúdia MMF (2014) empiricky potvrdzuje pozitívny vplyv regulačnej arbitráže na expanziu NBFÍ na úkor MFI aj v období po globálnej finančnej kríze do roku 2013.

Faktom je, že v reakcii na globálnu finančnú krízu rokov 2007 až 2009 dochádzalo k ďalšiemu sprísňovaniu regulácie bankového sektora, pričom zrejme najvýraznejším rozhodnutím v tejto oblasti je medzinárodná dohoda známa ako Basel III, ktorá sa začala tvoriť ešte v roku 2009. Jej finalizácia sa uskutočnila v roku 2017 a v plnej miere bude implementovaná zrejme až v druhej polovici 20-tych rokov 21. storočia. Deklarovaným cieľom Basel III je posilniť kapitál bánk tak, aby bol bankový sektor ako celok odolnejší proti otrasom na finančnom trhu, aby sa zlepšil manažment rizík najmä s ohľadom na systémové postavenie bánk a celého finančného sektora. Basel III oproti predošlým dohodám Bazilejského výboru pre bankový dohľad prináša novú úpravu najmä v oblasti minimálnych kapitálových požiadaviek, proticyklických opatrení, zadlženosti, likvidity a transparentnosti bankového sektora.

Naproti tomu v oblasti regulácie NBFÍ v rámci eurozóny došlo v poslednom desaťročí tiež k niekoľkým zmenám z hľadiska prísnejšej regulácie najmä z iniciatívy FSB. Tieto zmeny mali za cieľ znížiť potenciálne systémové riziko spojené s činnosťou a expanziou NBFÍ.¹⁰ Špecifická zmena regulačného rámca podnikania niektorých subsektorov NBFÍ sa uskutočnila na Slovensku v rokoch 2014 a 2015. Najmä v súvislosti s praktikami v zmysle vyžadovania neprimeranej odplaty za spotrebiteľské úvery viacerých spoločností zaviedla Národná banka Slovenska (NBS) pre tieto nebankové spoločnosti povinnosť získať na takýto druh podnikania licenciu, namiesto dovtedajšej požiadavky „len“ registrácie. To viedlo k zásadnému poklesu týchto subjektov na trhu. V roku 2014 bolo v NBS registrovaných viac ako 270 spoločností na trhu, ktoré mohli poskytovať spotrebiteľský úver spotrebiteľom. Následne sa do licenč-

¹⁰ Tento cieľ mal byť dosiahnutý prostredníctvom súboru opatrení: I) znížením miery prepojenosti sektorov NBFÍ a MFI, a teda znížením rizika prenosu finančnej nákazy; II) znížením náchylnosti fondov peňažného trhu na „runy“ (t. j. náhle výbery vkladov veľkého počtu klientov); III) zvýšením transparentnosti procesu sekuritizácie; IV) znížením miery procyklickosti a ďalších rizík finančnej stability spojených s financovaním prostredníctvom repo obchodov.

ného procesu prihlásil len zlomok z nich a v roku 2018 bolo na trhu približne 30 spoločností, ktoré mali povolenie NBS na poskytovanie spotrebiteľských úverov.¹¹

Sektor NBFÍ však v porovnaní s MFI ostáva naďalej oveľa menej regulovaný v rámci SR aj v medzinárodnom kontexte. V období po globálnej finančnej kríze sa „pomyselné nožnice“ regulácie NBFÍ a bankového sektora (MFI) ešte viac roztvorili, čo je jedna z príčin expanzie NBFÍ na úkor MFI v eurozóne a ďalších ekonomikách.

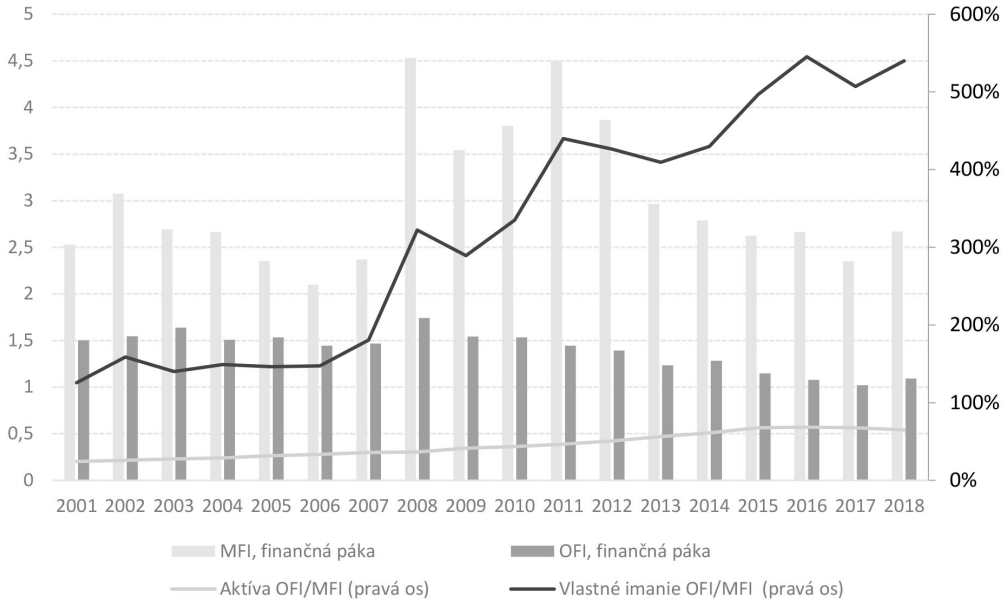
Podľa štúdií Európskej komisie (2012) a ECB (2020) predovšetkým v prvých rokoch nového milénia rástlo v eurozóne využívanie finančnej páky v subsektore OFÍ v porovnaní s bankovým sektorom rýchlejšie. Agresívnejšie využívanie finančnej páky by mohlo byť považované za jeden zo zdrojov expanzie sektora NBFÍ, aj keď s limitovaným dlhodobým potenciálom. Po krízových turbulenciách v rokoch 2008 až 2012¹² však miera využívania finančnej páky v subsektore OFÍ klesla v porovnaní s bankovým sektorom oveľa výraznejšie, dokonca na nižšie úrovne v porovnaní s obdobím pred globálnou finančnou krízou. Naopak, v bankovom sektore sa miera využívania finančnej páky ustálila na mierne vyšších hodnotách ako pred rokom 2008.

Ešte zaujímavejšie vyznieva porovnanie vývoja absolútneho objemu aktív a vlastného imania v sektore MFI (banky okrem centrálnych bánk) a subsektore OFÍ v rámci krajín eurozóny. Napriek tomu, že v roku 2018 (posledný dostupný údaj v čase tvorby tohto textu) suma aktív subsektora OFÍ tvorila 65 % zo sumy aktív bankového sektora, pomer vlastného imania OFÍ / MFI bol až vyše 500 %. Z grafu č. 10 je zrejmé, že hodnota vlastného imania subsektora OFÍ v porovnaní s MFI od roku 2008 prudko rástla až do konca sledovaného obdobia, pričom pomer bilančných súm sa v prospech OFÍ zvyšoval len pozvoľne, pričom však subsektor OFÍ ako celok stále nedosahuje bilančnú sumu sektora MFI. Dramatický rast vlastného imania v subsektore OFÍ v porovnaní s bankovým sektorom vypovedá o silnej preferencii investorov smerom k rozvoju podnikania v subsektore OFÍ v porovnaní s MFI. Nie je jasné, nakoľko možno túto skutočnosť chápať ako jednu zo štrukturálnych príčin rastu podielu NBFÍ vo finančnom sektore alebo ide skôr o dôsledok uvedených činiteľov, teda demografického vývoja, regulačnej arbitráže a iných (cyklických) faktorov.

¹¹ Fusek (2018).

¹² Je zrejmé, že skokový prírastok ukazovateľa finančnej páky v roku 2008 v sektoroch NBFÍ a OFÍ bol vyvolaný s výrazným príspevom poklesu hodnoty vlastného imania v dôsledku výpredajov na akciových trhoch (t. j. nielen samotným rastom nominálneho dlhu finančných korporácií).

Graf č. 10: Miera využívania finančnej páky* v sektore MFI a OFI eurozóny a vývoj pomeru celkových aktív a vlastného imania sektorov MFI / OFI; ukazovatele na báze konsolidovaných dát.



* **Pozn.:** Finančná páka je v súlade s metodikou použitou v štúdií EK (ECB Statistics, 2020) počítaná ako prijaté pôžičky + emitované dlhové cenné papiere / vlastné imanie.

Prameň: Autori z údajov Eurostatu (2020).

5 Dôsledky rastu úlohy NBFÍ vo finančnom systéme

Fungovanie nebankových finančných inštitúcií je (rovnako ako v prípade bánk) spojené s istými finančnými rizikami. Štúdia Financial Stability Board (FSB 2020) konštatuje, že nebankové financovanie môže byť zdrojom systémového finančného rizika, a to buď priamo alebo prostredníctvom existujúcich prepojení na ostatné zložky finančného systému, najmä ak nebankový sektor realizuje aktivity typické pre banky ako napr. transformácia maturity a likvidity finančných aktív, alebo využívanie finančnej páky. Štúdia Európskej komisie (2012) uvedené skutočnosti zovšeobecňuje: vplyv finančných rizík jednotlivých finančných inštitúcií (vrátane nebankových) je zvyšovaný pôsobením niekoľkých multiplikátorov, predovšetkým veľkosti a prepojení finančných inštitúcií. To znamená, že finančné riziká rastú spolu s veľkosťou

zainteresovaných finančných inštitúcií. Podobne systémové finančné riziko je vyššie pri inštitúciách s významnými prepojeniami na ostatné subjekty finančného systému. Paradoxne realizácia finančných rizík môže byť multiplikovaná aj prostredníctvom regulačného rámca finančného systému.¹³

Dôsledky rastu úlohy NBFÍ by sme zjednodušene mohli rozdeliť do dvoch skupín: benefity a riziká. Toto rozdelenie však nie je celkom jednoznačné, keďže pri radikálnej zmene podmienok na finančnom trhu sa môžu niektoré benefity transformovať na riziká, pričom viaceré z týchto rizík sa skutočne realizovali v priebehu globálnej finančnej krízy.

Štúdia FSB (2020) uvádza niektoré základné výhody fungovania nebankových finančných sprostredkovateľov: „*Nebankové finančné inštitúcie sú cenným zdrojom financovania mnohých firiem a domácností. Posilňujú konkurenciu na strane ponuky financovania a podporujú ekonomickú aktivitu.*“ Analogicky štúdia European Systemic Risk Board (ESRB, 2019) konštatuje, že nebankové finančné inštitúcie predstavujú vítaný faktor diverzifikácie zdrojov financovania pre subjekty reálnej ekonomiky. Navyše, nebankové finančné inštitúcie môžu byť významným zdrojom financovania aj pre samotný bankový sektor. Podľa údajov ESRB (2019) podiel nebankových finančných inštitúcií na financovaní sektora MFI v eurozóne sa v rokoch 2011 až 2018 pohyboval okolo 8 %. Ako uvádza Vittas (1998), sektor NBFÍ plní voči bankovému sektoru tak komplementárnu funkciu, keďže vyplňa medzery v spektre služieb MFI. Na druhej strane sektor NBFÍ voči bankám vystupuje aj v pozícii konkurenta a vytvára na ne tlak v smere vyššej efektívnosti a reflektovania na potreby klientov. Väčšina inštitúcií NBFÍ je tiež aktívna na trhu cenných papierov a v procese mobilizácie a alokácie dlhodobých finančných zdrojov. Citovaný autor tiež konštatuje, že stupeň rozvoja sektora NBFÍ je obvykle dobrým indikátorom rozvinutosti celého finančného systému danej krajiny. Benefity fungovania a expanziu sektora NBFÍ by sme teda mohli zhrnúť nasledovne:

- širšie spektrum finančných služieb pre klientov,
- tvorba dodatočných zdrojov a nástrojov financovania ekonomických subjektov,

¹³ Niektoré regulované finančné inštitúcie sú napríklad regulačným rámcom motivované, alebo dokonca zviazané, investovať len do dlhových cenných papierov s dostatočne vysokým ratingovým hodnotením. V prípade poklesu ratingového hodnotenia pod požadovanú úroveň tak dochádza k automatickému výpredaju dotknutých emisií cenných papierov. Podrobnejšie je tento mechanizmus uvedený v práci Sivák (2013).

- prostredníctvom konkurenčného tlaku expanzia NBFÍ zlepšujúca efektívnosť a kvalitu poskytovaných služieb aj v bankovom sektore,
- transformácia likvidity a maturity finančných aktív.

V poslednom desaťročí sa v literatúre venovala zvýšená pozornosť možným vplyvom expanzie sektora NBFÍ na finančnú stabilitu. Fungovanie sektora NBFÍ je všeobecne spojené s istými finančnými rizikami (uvádzaných v štúdiách FSB a Európskej komisie). V nadväznosti na spomínané štúdie a reálnu expanziu sektora NBFÍ, ktorá bola dokumentovaná na začiatku tohto príspevku, by sa dalo konštatovať, že sektor NBFÍ svojou expanziou zvyšuje intenzitu rizík finančnej stability, to znamená, rast podielu NBFÍ vo finančnom sektore a vyššia intenzita prepojení s ostatnými zložkami finančného systému teda pôsobia ako multiplikátory prenosu možných ťažkostí zo sektora NBFÍ na celý finančný sektor.

Uvedené tvrdenie možno oprieť aj o konkrétnejšie argumenty. Pomerne značná časť odbornej literatúry sa venuje procyklickému pôsobeniu sektora NBFÍ, resp. niektorých jeho zložiek. Procyklickosť v tomto zmysle znamená, že aktivity sektora NBFÍ môžu zvýrazňovať výkyvy ekonomických a finančných cyklov, tzn., v čase rastu podporujú „boom“ a v čase kontrakcie ich aktivita nadproporcionálne klesá (resp. aplikované rizikové prémie nadproporcionálne rastú a ponuka likvidity nadproporcionálne klesá). NBFÍ sú teda oveľa ochotnejšie k intenzívnemu využívaniu finančnej páky v časoch nízkej rizikovej averzie a vysokého trhového ocenenia finančných aktív. Ako ukázali Adrian a Shin (2008), miera zadlženia NBFÍ je vysoká v časoch rastu ich bilančnej sumy a naopak. Podľa citovaných autorov je to dôsledok aktívneho riadenia bilančnej sumy inštitúcií sektora NBFÍ, ktoré priebežne reagujú na zmeny cien finančných aktív a rôznych rizikových ukazovateľov.

Moreira a Savov (2014) dokumentujú procyklické pôsobenie inštitúcií NBFÍ najmä s ohľadom na tvorbu likvidity vo finančnom systéme, aj keď ich analýza vychádza z užšieho vymedzenia sektora NBFÍ ako „tieňového bankovníctva“. Hlavnou činnosťou tieňového bankovníctva v intenciách citovaného článku je transformácia likvidity v zmysle emisie „bezpečných“ likvidných dlhových cenných papierov krytých rizikovými nelikvidnými aktívami napr. Credit Default Obligation (CDO), Mortgage Backed Security (MBS) a pod. V ich modeli NBFÍ s využitím finančnej páky zo založených aktív vytvárajú na trhu dodatočnú likviditu, ktorú nazývajú emisiou „tieňových peňazí“. Postupom času sa táto finančná expanzia prejaví aj v expanzii samotnej ekonomickej

aktivity. V prípade rastu miery neistoty v ekonomike (napr. v dôsledku šoku, akým bol krach banky Lehman Brothers) však nastáva „útek“ investorov od „tieňových peňazí“ ku skutočným peniazom a reálnym aktívam. Tento „hon“ (z angl. „run“) na likviditu spôsobuje masívny výpredaj pasív v sektore „tieňových“ bánk, ktoré následne na trhu dramaticky redukovujú ponuku likvidity.

Možno predpokladať, že opísaný mechanizmus prispel aj k inováciám v aplikovaných opatreniach menovej politiky. V reakcii na globálnu finančnú krízu spustili viaceré centrálné banky na čele s FED (Federálny rezervný systém, Centrálna banka USA), ECB, Bank of England alebo Bank of Japan masívne programy nákupu aktív na finančnom trhu známe ako tzv. kvantitatívne uvoľňovanie menovej politiky. Obdobný scenár reakcie menovo-politických autorít s cieľom podpory likvidity na trhu sa realizuje aj v priebehu aktuálnej krízy v dôsledku pandémie ochorenia COVID-19. Samozrejme, je evidentné, že kvantitatívne uvoľňovanie nie je cieleňé len na sektor NBFI, ale aj na celý finančný sektor vrátane bánk. Procyklický charakter vývoja ponuky likvidity sektora NBFI (resp. niektorých jeho zložiek, najmä OFI) však zrejme prispel k všeobecnému etablovaní kvantitatívneho uvoľňovania ako nástroja menovej politiky vo vyspelých ekonomikách.

Vyšší sklon sektora NBFI k procyklickému pôsobeniu konštatuje aj štúdia Deutsche Bundesbank (2014). Podľa tohto zdroja sklon k procyklickému pôsobeniu sektora NBFI vychádza z nasledovných skutočností:

– V dôsledku silného zamerania priamo na finančný trh je sektor NBFI¹⁴ v porovnaní s tradičným systémom komerčného bankovníctva viac závislý od prípadných zmien možností a podmienok financovania na peňažných a kapitálových trhoch. V tejto súvislosti tiež treba uviesť skutočnosť, že inštitúcie NBFI spravidla nemajú priamy prístup k likvidite centrálnych bánk, čo je jedným z „tradičných“ rozlišovacích znakov medzi sektormi MFI a NBFI (prípadne v alternatívnom vyjadrení medzi bankami a „tieňovým bankovníctvom“).¹⁵

– V dôsledku vysokého podielu trhovno-ocenených aktív na celkovej bilančnej sume cenové výkyvy na finančnom trhu majú za následok silný vplyv na čisté bohatstvo a kapitálovú základňu inštitúcií NBFI.

¹⁴ Citovaná štúdia pracuje s pojmom „tieňového bankovníctva“, v záujme jednotnej terminológie však v tomto texte preferujeme používanie novšieho vymedzenia tohto sektora ako NBFI.

¹⁵ Pozri napr.: Pozsar et al. (2010)

— Uvedené procyklické kanály činnosti NBFÍ sú ešte zosilnené prostredníctvom väzby tohto sektora na MFI, tzn., výkyvy ponuky kapitálu a zdrojov financovania sa prenášajú aj na bankový sektor.

Procyklickej povahe pôsobenia niektorých subsektorov NBFÍ sa venujú aj autori behaviorálnej ekonómie. Gennaioli et al. (2013) rozvinuli teóriu individuálneho rozhodovacieho procesu založenú na behaviorálnych argumentoch. Vychádzajú pritom z poznania, že ekonomickí agenti vykazujú fundamentálny sklon k podceňovaniu rizík spojených s extrémnymi hodnotami distribúcie (angl. „tail risk“) ekonomických premenných a cien finančných aktív. V ich modeli investori zo sektora NBFÍ systematicky ignorujú možné najhoršie scenáre vývoja, čo vedie k príliš vysokým investíciám a cenovým bublinám v čase rastu a, naopak, nadproporcionálnemu kolapsu investičnej aktivity „tieňových bánk“ časoch poklesu. Ako dokumentujú Adrian a Ashcraft (2012), uvedenú teóriu potvrdzuje množstvo empirických dôkazov, vrátane expanzie a následnej kontrakcie aktivít sektora NBFÍ pred globálnou finančnou krízou a počas nej.

Na druhej strane Mazelis (2016) argumentuje, že expanzia sektora NBFÍ môže byť z pohľadu finančnej stability prospešná, najmä v prípade súčasnej reality mimoriadne nízkych referenčných úrokových sadzieb centrálnych bánk (v anglicky písanej literatúre sa tento stav označuje ako „Zero Lower Bound“, ďalej len ZLB).¹⁶ V takej situácii sektor NBFÍ zaznamenáva prílev vkladov sporiteľov, keďže nulové nominálne úrokové sadzby ich odrádzajú od ponechania depozít v bankovom sektore. Transfer depozít následne stimuluje ponuku kapitálu sektora NBFÍ a následne aj investície v ekonomike, čo zmierňuje recesiu a urýchľuje návrat ekonomiky do „normálu“.

Okrem otázok vplyvu činnosti sektora NBFÍ na finančnú stabilitu sa ďalšia skupina autorov venuje otázkam vplyvu expanzie tohto sektora na podmienky výkonu menovej politiky, a tiež jej efektívnosť. Pritom netreba príliš zdôrazňovať, že prípadný pokles efektívnosti menovej politiky by znamenal rast rizík pre finančnú, cenovú a celkovú ekonomicko-spoločenskú stabilitu.

V literatúre existuje konsenzus, že sektor tradičných bánk zohráva v transmisnom mechanizme kľúčovú úlohu.¹⁷ Z pohľadu vplyvu expanzie sektora NBFÍ

¹⁶ Stav ZLB by sme mohli voľne definovať ako také nastavenie menovej politiky, keď sú referenčné úrokové sadzby nulové alebo blízko nuly. Možnosti ďalšej stimulácie ekonomickej aktivity a regulácie cenovej hladiny sú v takom prípade značne obmedzené.

¹⁷ Pozri napr.: Mazelis (2016)

na menovo-politické aspekty ECB (2016) uvádza, že rastúca úloha NBFÍ vo finančnom sektore môže mať za následok zrýchlenie transmisie menových šokov, najmä prostredníctvom zmien postoja k riziku. Podľa citovanej štúdie rastúca úloha NBFÍ môže tiež viesť k rýchlejšej transmisii opatrení menovej politiky, pretože sektor NBFÍ je vo všeobecnosti menej regulovaný, a teda flexibilnejší v implementácii opatrení pri zmenách menovej politiky. Analogicky k uvedenému Adrian a Liang (2016) konštatujú, že rast váhy NBFÍ vo finančnom systéme od 80-tych rokov 20. storočia viedol k vyššej variabilite rýchlosti obehu peňazí v priebehu času. Tento fakt možno pripísať rýchlejšími reakciami NBFÍ na zmeny finančných, ekonomických a regulatórnych podmienok v porovnaní s „tradičnými“ subjektmi MFI. Lorenzo Bini Smaghi (2010) argumentuje, že expanzia sektora NBFÍ spojená s fenoménom „kolateralizácie“ vedie k oslabovaniu transmisného mechanizmu prostredníctvom straty kontroly centrálnych bánk nad niektorými finančnými agregátmi (napr. tvorba úveru) a klesajúcim prepojením medzi úverovými a peňažnými agregátmi. Citovaný autor uvádza, že *„vo svete tieňových bánk sa môže multiplikátor peňazí stať len fatamorgánou, ktorá bude pre centrálnu banku ako stabilný nástroj menovej politiky nepoužiteľná; základňa rezerv finančného systému sa stáva ešte vratkejšou“*.

Štúdia International Monetary Fund (IMF, 2016) v tejto súvislosti poznamenáva, že činnosť NBFÍ môže efekty opatrení menovej politiky tak oslabiť, ako aj posilniť. Oslabenie menovej politiky sa prejavuje najmä v nasledovných prípadoch:

– Inštitúcie NBFÍ dokážu kompenzovať výkyvy ponuky úveru bánk, pretože náklady financovania v nebankovom sektore sú menej ovplyvnené zmenami menovej politiky.

– Sektor NBFÍ nie je v porovnaní s bankovým sektorom natoľko zasiahnutý regulačnými obmedzeniami, resp. dochádza k prehĺbovaniu rozdielov v regulácii oboch sektorov (*v predchádzajúcom texte sme ukázali, že táto podmienka je splnená, pozn. autorov*).

– Funkcia sklonu k riziku má v sektore NBFÍ iný priebeh ako v bankovom sektore.

Na druhej strane sektor NBFÍ môže posilniť efekty zmien menovej politiky, ak je sklon k riziku v tomto sektore výraznejšie senzitívny na zmeny v menovej politike. Na základe uskutočnenej empirickej analýzy sa autori štúdie IMF

(2016) prikláňajú skôr k tejto druhej možnosti. Ukazuje sa, že banky a väčšina subsektorov NBFÍ znižujú svoje bilančné sumy pri sprísnení menovej politiky. Vo všeobecnosti platí, že inštitúcie NBFÍ upravujú svoje bilančné sumy v reakcii na zmeny menovej politiky v porovnaní s MFI výraznejšie. Proti oslabovaniu efektov menovo-politických opatrení pôsobí tiež skutočnosť, že pre podnikateľské subjekty je v krátkodobom horizonte náročné substituovať bankové financovanie (úvery) trhovým financovaním (dlhopisy).

6 Niektoré inovácie v sektore NBFÍ

Ako ostatné sektory ekonomiky, rovnako aj finančný sektor v posledných desaťročiach pôsobí v prostredí dynamických technologických zmien. Vo finančnom sektore alebo, presnejšie, popri ňom sa v posledných rokoch vyvinulo prakticky nové odvetvie v medzinárodnej terminológii označované ako „FinTech“ (skr. z angl. „Financial Technology“). FSB definuje FinTech ako „inovácie finančných služieb umožnené novými technológiami, ktoré môžu viesť k novým modelom podnikania, aplikáciám, procesom alebo produktom s významným efektom na finančné trhy, ich inštitúcie a poskytovanie finančných služieb“. To, že FinTech je vo finančnom sektore skutočne významnou témou, dokumentuje prieskum KPMG (2017), podľa ktorého respondenti zo 160 finančných inštitúcií z 36 krajín identifikovali rozvoj technológií vo financiách ako zdroj najvýraznejšieho narušania trhového prostredia.

Pôsobenie FinTech spoločností vo finančnom sektore sa postupne stalo akceptovanou realitou, avšak ako prichádzajú stále nové technológie, tak sa mení aj subsektor FinTech, pričom ten nemá presne definovanú štruktúru a postavenie vo finančnom sektore. Veľmi rôznorodé sú aj spoločnosti patriace do skupiny FinTech, pričom ich veľkosť variuje od najmenších start-up spoločností po dcérske spoločnosti alebo divízie technologických gigantov ako Google, Alibaba, Amazon, Facebook, Apple, Samsung, Microsoft a iné.

Podľa odhadu The Business Research Company trhovú kapitalizácia FinTech spoločností v roku 2018 dosiahla 128 mld. USD, pričom do roku 2022 by mala vzrásť na 310 mld. USD. Dynamický rast sektora FinTech núti už aj samotné „tradičné“ finančné inštitúcie do svojho podnikania integrovať čoraz viac „fintech“ riešení. Medzi hlavné oblasti podnikania FinTech spoločností patria v súčasnosti digitálne platby, „cloud“ programovanie a spracovanie finančných dát, ale aj sprostredkovanie úveru (napr. prostredníctvom „Peer-Peer“ schém)

a pre časť verejnosti predstavujú tzv. kryptomeny¹⁸ aj alternatívu investičných produktov „tradičných“ inštitúcií finančného sektora.

Graf č. 11: Výkyvy trhovej kapitalizácie kryptomien od roku 2016



Prameň: tradingview.com

Trhová kapitalizácia kryptomien vo februári 2020 dosahovala 276 mld. USD, z toho približne 60 % tvorila najznámejšia kryptomena Bitcoin. Pre porovnanie, trhová kapitalizácia spoločností v akciovom indexe S&P 500 v rovnakom čase dosahovala 26 bil. USD, t. j. takmer 100-násobok celého trhu kryptomien. Kryptomeny sú síce pomerne populárnou témou súčasnosti, ale existuje niekoľko dôvodov, prečo sa v dohľadnom čase pravdepodobne nestanú zmysluplným investičným aktívom pre rozhodujúcu časť investorov.¹⁹ Pravdepodobne najdôležitejším z nich je mimoriadna volatilita tohto trhu znázornená v grafe č. 11. Pre značnú časť verejnosti je trh kryptomien spojený aj s nízkou transparentnosťou až nedôverou.

¹⁸ Kryptomeny by sme mohli voľne definovať ako digitálne alebo virtuálne meny, ktoré nie sú vydávané žiadnou menovo-politickou autoritou. Emisia a použitie týchto mien pri transferoch sú chránené a verifikované istým šifrovaním.

¹⁹ Pritom abstrahujeme od možnosti, že by vôbec mohli nahradiť existujúce oficiálne meny vo funkcii peňazí, ako to avizujú mnohí propagátori kryptomien.

7 Zhrnutie

Objem finančných aktív v správe NBFÍ v poslednom desaťročí celosvetovo dynamicky rástol. Dá sa predpokladať, že stagnácia hodnoty finančných aktív v sektore NBFÍ v roku 2018 bola len dočasným výkyvom, ktorý bol spôsobený prudkým výpredajom na svetových akciových trhoch v poslednom štvrtroku 2018. V rámci eurozóny v období po globálnej finančnej kríze bol rast objemu aktív finančného sektora vyvolaný výlučne prírastkami v sektore NBFÍ, naopak, v bankovom sektore objem finančných aktív prakticky stagnoval. Výsledkom oveľa rýchlejšieho rastu objemu aktív v správe NBFÍ je pokles podielu MFI na celkových aktívach finančného sektora eurozóny zo 60 % v roku 2001 na 42 % v roku 2018. V rámci sektora NBFÍ v eurozóne aj v celosvetovom meradle je najdôležitejšou zložkou tohto sektora finančného systému subsektor OFÍ. Po roku 2010 však v eurozóne najrýchlejšie rástol trhový podiel subsektora investičných fondov (okrem fondov peňažného trhu).

Objem aktív bankového sektora sa v dvoch najvýznamnejších svetových jurisdikciách – v USA a v eurozóne – v poslednom desaťročí vyvíjal z hľadiska trendového vývoja úplne odlišne. Kým v USA sme pozorovali stabilný rast aktív bankového sektora, v eurozóne objem aktív v bankovom sektore stagnoval. Zaujímavým fenoménom, ktorý sa prejavil v oboch jurisdikciách, je skokový prírastok objemu aktív bankového sektora v čase eskalácie krízy a zvýšenej neistoty na finančnom trhu.

Silný rast podielu NBFÍ na celkových aktívach v poslednom desaťročí (predovšetkým vo finančnom sektore eurozóny) má viacero príčin, ktoré je možné rozdeliť na cyklické a štrukturálne. Medzi príčiny cyklického charakteru možno zaradiť „hľadanie výnosu“, tzn. veľmi nízke trhové úrokové sadzby, čo vedie k presmerovaniu toku investícií z bánk do iných sektorov vrátane NBFÍ. Ďalším cyklickým faktorom expanzie NBFÍ na úkor MFI v eurozóne sú tiež straty, ktoré bankový sektor eurozóny utrpel v dôsledku globálnej finančnej krízy, a následná nevyhnutná konsolidácia a reštrukturalizácia bankových bilancií. Stagnácia ponuky financovania zo strany bankového sektora tak prirodzene nahrávala rastu úlohy NBFÍ pri sprostredkovaní finančných služieb.

V literatúre sa v rámci príčin expanzie sektora NBFÍ štrukturálneho charakteru uvádzajú najmä demografický vývoj a regulačná arbitráž. Starnutie populácie vedie k zvýšenému záujmu verejnosti o sporenie a investovanie prostredníctvom investičných fondov, poisťovní a penzijných fondov. Regulačná

arbitráž, tzn. uvoľnenejšie podmienky regulačného rámca NBFI v porovnaní s MFI, môžu viesť k účelovému transferu niektorých aktivít z bankového sektora do sektora NBFI. V reakcii na globálnu finančnú krízu rokov 2007 až 2009 dochádzalo k ďalšiemu sprísňovaniu regulácie bankového sektora. Napriek istým snahám a aj reálnym krokom z hľadiska prísnejšej regulácie NBFI sa však „regulačná medzera“ medzi bankovým sektorom a NBFI ešte zväčšila.

Napriek niektorým zrejým výhodám činnosti a expanzie sektora NBFI v odbornej literatúre prevládajú skôr obavy vzhľadom na vplyvy tejto expanzie na finančnú stabilitu a efektívnosť menovej politiky. Značná pozornosť odbornej verejnosti je venovaná najmä procyklickým efektom činnosti NBFI, pričom tento efekt sa potvrdil v rokoch pred globálnou finančnou krízou a počas nej. Je však pravdepodobné, že všetky výhody a riziká expanzie sektora NBFI ešte nie sú dostatočne zdokumentované.

V súvislosti s dynamickými technologickými zmenami v posledných rokoch dynamicky rástol FinTech sektor, aj keď existujú obavy z výsledkov rýchlych technologických zmien. Možno však konštatovať, že FinTech sektor doteraz pôsobil najmä ako komplementárny subsektor finančného systému aj sektora NBFI a realizované zmeny mali v prevažnej miere konštruktívny charakter s priaznivým vplyvom na produktivitu inštitúcií aj adresátov finančných služieb.

Pod'akovanie

Príspevok je súčasťou riešenia projektu VEGA 1/0688/20 „Finančné riziká a ich vplyv na úverový cyklus a finančnú stabilitu ekonomiky v SR“.

LITERATÚRA

- [1] ADRIAN, T. — SHIN, H. S. 2008. Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 346.
- [2] ADRIAN, T. — ASHCRAFT, A. B. 2012. Shadow Banking: A Review of the Literature. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 580.
- [3] ADRIAN, T. — LIANG, N. 2016. Monetary Policy, Financial Conditions and Financial Stability. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 690.
- [4] BENOIT, D. 2020. Coronavirus Made America's Biggest Banks Even Bigger. The Wall

- Street Journal. [online]. [cit. 24. 6. 2020]. Dostupné na: <https://www.wsj.com/articles/coronavirus-made-america-s-big-gest-banks-even-bigger-11587639602>
- [5] BINI SMAGHI, L. 2010. Monetary policy transmission in a changing financial system – lessons from the recent past, thoughts about the future. Speech at the Barclays Global Inflation Conference, New York City, 14 June 2010.
- [6] DEUTSCHE BUNDESBANK. 2014. The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications. Deutsche Bundesbank Monthly Report March 2014, pp. 15 – 34.
- [7] FINANCIAL STABILITY BOARD. 2020. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019. [online]. [cit. 19.1.2020]. Dostupné na: <https://www.fsb.org/2020/01/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2019/>
- [8] FUSEK, R. 2018. Sú nebankovky „čistejšie“? Televízna stanica TA 3, Ekonomika. [online]. [cit. 24. 6. 2020]. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Rozhovory/2018/Fusek_TA3_19_9.pdf
- [9] ECB. 2016. The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation. *ECB Economic Bulletin*, 4/2016.
- [10] ECB STATISTICS. n.d. Money, credit and banking. [online]. [cit. 18. 2. 2020]. Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/html/index.en.html
- [11] EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD. 2019. EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019. NBFIMonitor, 4, July 2019.
- [12] EUROPEAN COMMISSION. 2012. Non-bank financial institutions: Assessment of their impact on the stability of the financial system. *European Economy, Economic Papers* 472.
- [13] EUROSTAT DATABASE. [online]. [cit. 18. 2. 2020]. Dostupné na: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- [14] GENNAIOLI, N. — SHLEIFER, A. — VISHNY, R. 2013. A Model of Shadow Banking. *Journal of Finance*. 2013, 68(4), 1331 – 1363.
- [15] HODULA, M. 2018. Off the Radar: Exploring the Rise of Shadow Banking in the EU. Czech National Bank Working Paper Series 16/2018.344.
- [16] INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2014. Shadow Banking Around the Globe: How Large and How Risky? In: *Global Financial Stability Report, October 2014: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth*. Washington DC: IMF.
- [17] INTERNATIONAL MONETARY FUND. 2016. Monetary Policy and the Rise of Non-bank Finance. In: *Global Financial Stability Report, October 2016: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*. Washington DC: IMF.
- [18] KPMG. 2017. Forging the future: How financial institutions are embracing fintech to

- [19] KRESS, J. 2020. Big Banks are Growing due to Coronavirus – That’s an Ominous Sign. The Hill. [online]. [24. 6. 2020]. Dostupné na: <https://thehill.com/opinion/finance/495719-big-banks-are-growing--due-to-coronavirus-thats-an-ominous-sign>
- [20] MAZELIS, F. 2016. Implications of Shadow Bank Regulation for Monetary Policy at the Zero Lower Bound. Humboldt University Discussion Papers SFB649DP2016-043.
- [21] MOREIRA, A. — SAVOV, A. 2014. The Macroeconomics of Shadow Banking. NBER Working Paper 20335.
- [22] NARIADENIE RADY (ES) č. 2223/96 z 25. júna 1996 o Európskom systéme národných a regionálnych účtov v spoločenstve.
- [23] POZSAR, Z. — ADRIAN, T. — ASHCRAFT, A. — BOESKY, H. 2010. Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458.
- [24] SIVÁK, R. 2013. Vplyv medzinárodných ratingových agentúr na medzinárodné finančné trhy. In: OBADI, S. M. et al. 2013. Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky: Hľadanie možných ciest oživenia v čase pretrvávajúcej krízy dôvery. Bratislava: Ekonomický ústav SAV.
- [25] VITTAS, D. 1998. The Role of Non-Bank Financial Intermediaries with Particular Reference to Egypt. Policy Research Working Paper 1892.