



Frankfurtské hárky

marec 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

Dochádza k obratu v úverovaní ekonomiky?

- Nastavenie menovej politiky ovplyvňuje investičné a spotrebiteľské rozhodnutia. Stanovuje úroveň trhových úrokových sadziieb a tým určuje, ako draho si požičiavame.
- Sprísnenie menovej politiky Európskej centrálnej banky výrazne spomalilo rast úverov v eurozóne.
- Mnohí sa obávajú, že tlmiaci vplyv menovej politiky na úverovanie sa ešte zd'aleka v plnej miere neprejavil.
- Prichádzajúce údaje však naznačujú, že spomalenie úverovania sa zastavilo. To môže predznamenávať postupný obrat k opätovnému rastu úverov.
- Naznačuje to, že pôsobenie prísnej menovej politiky potrebnej na ochranu ľudí a ekonomiky pred vysokou infláciou je primerané a nespôsobuje „nadmerné škody“.



Menová politika by nemala byť prísnejšia, ako je potrebné

Aj dobrá medicína môže vo veľkom objeme uškodiť. Pri rozhodovaní o ďalšom smerovaní úrokových sadziieb je dôležité poznať, aký silný je vplyv už prijatých opatrení a aká veľká časť tohto vplyvu sa už stihla v ekonomike naplno prejavíť. Menovo-politické sadzby sa naposledy zvýšili v septembri 2023 a ich výška naďalej ovplyvňuje úverové aktivity a ekonomiku. Pri diskusii o tom, kedy je najlepšie začať s uvoľňovaním menovej politiky sa preto často objavuje obava možného „prestrelenia“. Ak by totiž úrokové sadzby zostali na vysokých úrovniach príliš dlhé obdobie vzniká riziko, že menová politika bude mať na ekonomiku negatívnejší vplyv, ako by bolo potrebné na zníženie inflácie. Súčasný cyklus sprísnenia menovej politiky bol navyše podstatne silnejší a rýchlejší ako v minulosti. Pri rýchlejšom a silnejšom sprísňovaní je dopad na úverovú aktivitu neúmerne silnejší v porovnaní so situáciou, keď je sprísňovanie menovej politiky miernejšie.



Rast úverovania v poslednom roku výrazne poklesol

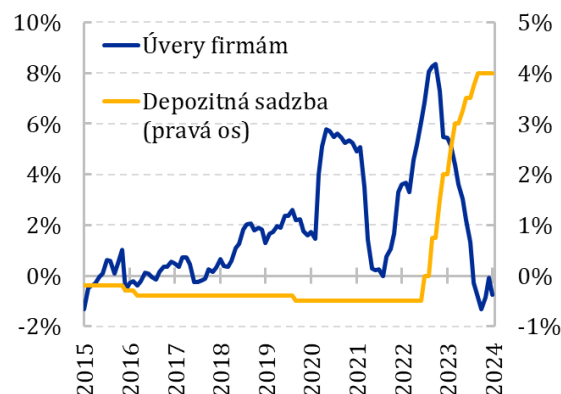
Historicky najrýchlejšie zvyšovanie úrokových sadziieb ECB sa zákonite premietlo do rastu úrokov na pôžičkách pre firmy a domácnosti. Drahšie úvery viedli k odkladaniu spotreby a investícií, a tým k nižšiemu záujmu o pôžičky. Dôsledkom bolo výrazné spomalenie, resp. až zastavenie úverovania. Vyššie úroky tiež spôsobili, že dlžníci môžu mať väčšie problémy so splácaním úverov. To bankám zvyšuje kreditné riziko a preto banky obmedzili poskytovanie úverov a radšej investovali do bezpečnejších a likvidnejších alternatív, ako sú cenné papiere. Z dát pozorujeme, že prepád medziročného rastu úverov domácnostiam a firmám pravdepodobne dosiahol zlomový bod. Začína sa stabilizovať, no aj naďalej sa pohybuje na úrovniach okolo nuly.



Stabilizácia rastu úverov často predpovedá následné obnovenie ich rastu

Analýza historických údajov naznačuje vzor, podľa ktorého spomalenie poskytovania úverov býva nasledované obdobím stabilného rastu, ktorý ďalej otvára dvere k udržateľnému zrýchleniu úverovej dynamiky. Súčasný sprísnenie menovej politiky však spomalilo úverovanie oveľa dramatickejšie ako v minulosti. Dokumentuje to silu prenosu menovej politiky do ekonomiky (**graf 1**).

Graf 1: Medziročný rast úverov firmám a úroveň depozitnej sadzby ECB (v %)



Zdroj: ECB.



Pre firmy sa už klesajúci trend rastu úverov zastavil

Vyššie úrokové sadzby a neistota výrazne oslabili úverovanie firiem. Podniky postupne obmedzovali investície, ale aj úverové financovanie bežných prevádzkových potrieb a časť úverov nahradili dlhopismi. Najnovšie dáta však naznačujú, že rast úverov pre firmy v eurozóne sa v novembri minulého roka zmenil z klesajúceho na obdobie stabilného, ale nízkeho rastu. Podobne aj prieskum o úverovaní bánk ([Bank Lending Survey](#)) poukazuje na to, že obdobie najstrmšieho prepady dopytu po investičných, ale aj prevádzkových úveroch je za nami. Dlhodobejšie obmedzenie investícií by totiž mohlo negatívne ovplyvniť vyhliadky rozvoja a rastu podniku, ako aj jeho konkurencieschopnosť. Preto podniky zvažujú realizovať niektoré nevyhnutné investície aj v prostredí relatívne vysokých úrokových mier. Navyše, očakávania ich budúceho poklesu sú dôvodom, že tlmiači vplyv výšky úrokových sadzieb na ochotu firiem požičať si odznieva.



Otáčanie úverového cyklu zatiaľ nevidíme pri všetkých splatnostiach

Koncom minulého roka sa medziročný pokles krátkodobých úverov zastavil alebo dokonca zmiernil. Na druhej strane pri dlhodobých úveroch sa ich rast len stabilizoval a pri strednodobých sa naďalej spomaľoval (**graf 2**). To naznačuje, že medziročný rast krátkodobých aj dlhodobých úverov dosiahol v poslednom štvrtroku 2023 zlomový bod. Celkový trend dokážu najlepšie predpovedať práve dlhodobé úvery. Tie sú menej citlivé na krátkodobé výkyvy a bližšie odrážajú investičné zámery podnikov.



Odlíšnosti vidíme aj medzi jednotlivými krajinami eurozóny

Úverové cykly v krajinách eurozóny nasledujú podobný vzor, avšak presné hodnoty, či načasovanie jednotlivých nárastov a poklesov sa výrazne odlišuje medzi jednotlivými krajinami. V súčasnosti sa úverovanie v eurozóne stabilizovalo, no u niektorých krajín už vidíme aj prvé známky medziročného rastu. Tento posun sa udial najmä v poslednom štvrtroku. Rast úverov v Nemecku sa stabilizoval hlavne vďaka dlhodobým úverom. V Taliansku sa dynamika rovno zmenila z poklesu na rast, v Írsku, či v Grécku už rast nejaký čas trvá. Naopak, Francúzsko zostáva naďalej v poklese, pričom sa začínajú objavovať náznaky jeho prechodu na stabilnú úroveň. Napriek zastaveniu ďalšieho poklesu však zostáva medziročná miera rastu úverov pre firmy vo viacerých krajinách hlboko negatívna.



Úvery domácnostiam ukazujú zatiaľ len prvé náznaky prechodu na stabilný rast

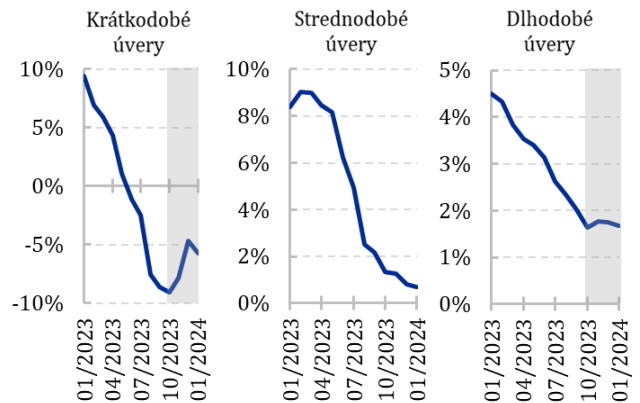
Po výraznom útlme sa úverovanie domácností vo väčšine krajín eurozóny aj naďalej medziročne spomaľuje. Mierne nárasty nových úverov v posledných mesiacoch však naznačujú, že aj úverovanie domácností by sa mohlo začať pomaly stabilizovať (**graf 3**). Vývoj úverov domácnostiam je prevažne ovplyvnený hypotékami. Dostupnosť nových hypoték je na najhoršej úrovni od globálnej finančnej krízy. Očakáva sa však, že pokračujúci nárast príjmov a predpokladaný pokles sadzieb by mal prispieť k určitému zlepšeniu dostupnosti hypoték a postupne obnoviť aj rast úverov domácnostiam.



Výrazné oživenie úverovania nie je pravdepodobné

Stabilizácia vo vývoji úverovania naznačuje, že by mohla nasledovať fáza zrýchľovania ich rastu. Aj keď menová politika je v porovnaní s minulosťou podstatne utiahnutejšia, nemal by byť jej dopad väčší, ako je potrebné. Zároveň skutočnosť, že vidíme zlomový bod, však neznamená, že teraz budeme pozorovať výrazné zrýchlenie úverovej aktivity.

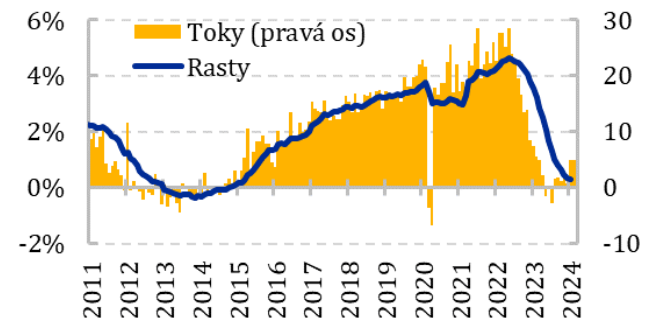
Graf 2: Medziročný rast úverov firmám rozdelených podľa splatnosti (v %)



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: Krátkodobé úvery zodpovedajú úverom so splatnosťou do 1 roka. Strednodobé úvery zodpovedajú úverom so splatnosťou medzi 1 a 5 rokmi. Dlhodobé úvery zodpovedajú úverom so splatnosťou nad 5 rokov.

Graf 3: Úvery domácnostiam (medziročný rast v % a mesačné toky v mld. EUR)



Zdroj: Macrobond.

Box: Banky v eurozóne a ich náklady financovania v prostredí znižovania bilancie ECB

Náklady komerčných bánk v eurozóne na ich financovanie sú dnes na najvyšších úrovniach v histórii, čo je v kontraste s očakávaniami znižovania kľúčových sadzieb ECB v najbližších mesiacoch. V podstate existujú dva zdroje, z ktorých

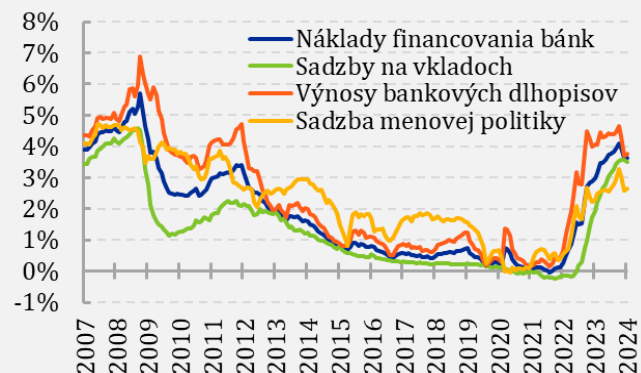
komerčné banky získavajú dlhodobé financovanie¹. Prvým je emisia dlhopisov na trhu a druhým sú vklady od obyvateľstva a podnikov. V prvom prípade môžu byť finančné náklady bánk približne vyjadrené trhovými výnosmi dlhopisov. Tie hovoria o tom, aký výnos požadujú investori, ktorí tieto dlhopisy vydané bankami kupujú. V prípade vkladov domácností a firiem zodpovedajú náklady na získanie dlhodobých zdrojov dohodnutej ročnej úrokovej miere až do doby splatnosti vkladu (graf 4).

Nárast priemerných nákladov na financovanie bánk bol v posledných mesiacoch ovplyvnený najmä zdražovaním vkladov, zatiaľ čo výnosy z bankových dlhopisov poklesli. Rast nákladov na trhové financovanie bánk pomocou emisie dlhopisov od roku 2022 reagoval najmä na očakávania ohľadom vývoja menovo-politických sadzieb v dlhodobom horizonte (napríklad bezrizikové sadzby)¹. Tie banky, ktoré sa viac spoliehajú na trhové financovanie, by tak mali ťažiť z klesajúcich očakávaní ohľadom kľúčových úrokových sadzieb. Sadzby z vkladov však zaostávajú za súčasným preceňovaním bezrizikových sadzieb. Náklady na získanie vkladov pre banky eurozóny tak klesajú pomalšie ako výnosy z bankových dlhopisov (graf 4).

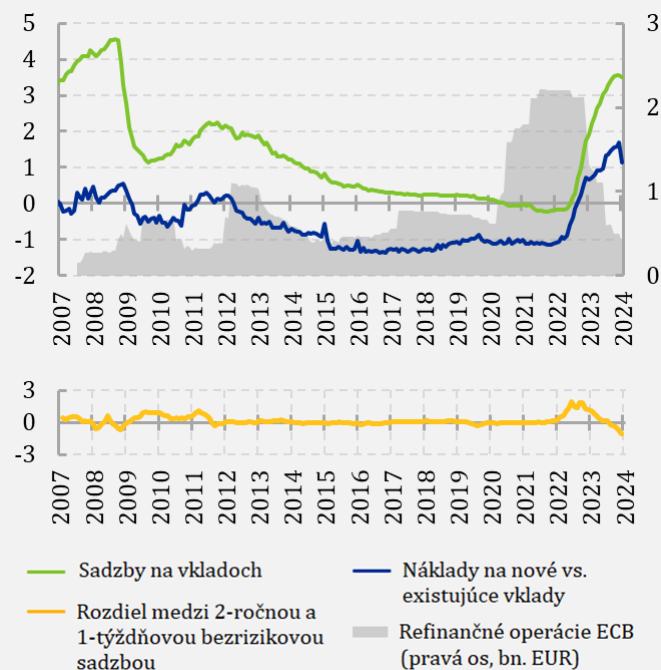
Vývoj nákladov na financovanie bánk je dôležitý aj v kontexte znižovania bilancie ECB a normalizácie menovej politiky. Veľká finančná kríza v roku 2008 viedla k následnému výraznému oslabeniu vyhládok ekonomického rastu a inflácie. Jedným z nástrojov menovej politiky, ktorý ECB zaviedla za účelom oživenia ekonomiky, sú cielené dlhodobější refinančné operácie (TLTRO). Prostredníctvom týchto operácií mali komerčné banky možnosť získať výhodné financovanie za podmienky, že udržia alebo zvýšia objem úverov firmám a domácnostiam. Ich cieľom bolo, aby banky preniesli výhodné podmienky financovania ďalej na úvery, ktoré poskytujú svojim klientom, čím by sa podporilo úverovanie v ekonomike. Čím viac si komerčné banky prostredníctvom refinančných operácií požičali, tým menej financovania potrebovali získať z iných zdrojov. Výhodným úverom získaným prostredníctvom TLTRO však postupne končia splatnosti. Od roku 2022 sa preto objem likvidity, ktorý majú komerčné banky požičaný od ECB znižuje (graf 5). Dôsledkom je, že banky budú musieť hľadať alternatívne zdroje financovania.

Rozdiel medzi nákladmi na získanie nových terminovaných vkladov a nákladmi vyplývajúcimi z existujúcich vkladov dosiahol historicky najvyššie úrovne. Tento rozdiel môžeme chápať ako dodatočnú prirážku, ktorú investori aktuálne požadujú, aby si uložili svoje finančné prostriedky v banke a vysvetľuje väčšinu zvýšenia úrokov na vkladoch. Jeho vývoj možno tiež porovnať s rozdielom medzi vývojom 2-ročnej a 1-týždňovej bezrizikovej sadzby, ktorý sa v polovici roku 2023 preklopil do záporných hodnôt, čo by malo vytvárať tlak na zníženie nákladov na vklady. Zväčšenie rozdielu medzi nákladmi na nové a existujúce vklady nastalo v rovnakom období ako sa postupne končila splatnosť výhodných pôžičiek, ktoré banky získali v rámci operácii TLTRO. Zavedenie dlhodobějších refinančných operácií poskytlo bankám významný zdroj financovania počas posledných rokov. Banky tak nemuseli získavať všetky zdroje iba na trhu, čo umožnilo bankám získavať finančné zdroje za cenu blízku bezrizikovej sadzbe.

Graf 4: Náklady komerčných bánk na financovanie (v %)



Graf 5: Sadzby na vkladoch a rozdiel medzi nákladmi na nové a existujúce vklady (v %)



Zdroj: Iboxx, MIR a výpočty NBS.
Poznámka: Výnosy bankových dlhopisov sú založené na Iboxx indexe pre bankové dlhopisy. Sadzba menovej politiky zodpovedá dlhodobým očakávaniam ohľadom vývoja deponitnej sadzby ECB. Náklady financovania bánk sú vypočítané ako vážený priemer z úrokov na vkladoch a výnosov z bankových dlhopisov. Úroky na vkladoch zodpovedajú úrokom na dlhodobých vkladoch nad 2 roky. Sklon výnosovej krivky je vypočítaný ako rozdiel medzi 2-ročnou a 1-týždňovou bezrizikovou sadzbou.

¹ Ďalšími zdrojmi financovania bánk môže byť peňažný trh, kde si banky požičiavajú krátkodobé zdroje (so splatnosťou kratšou ako 1 rok).

² Rozdiely medzi výnosmi z bankových dlhopisov a očakávaným vývojom menovo-politických sadzieb v dlhodobom horizonte vyplývajú z rozdielnych zdrojov rizikovej prémie ako kreditné, likviditné, úrokové riziko a ďalšie.

