



Frankfurtské hárky

november 2023



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Drahé úvery čoraz intenzívnejšie tlmia investičný dopyt

- Sprísnenie menovej politiky sa čoraz intenzívnejšie prejavuje v investičnom dopyte eurozóny
- Investíciám čiastočne pomáhalo zlepšenie fungovania globálnych ponukových reťazcov
- Zdraženie úverov zásadným spôsobom oslabilo dopyt domácností po hypotékach a firiem po investičných úveroch. Investície do bývania sa znižujú naprieč krajinami eurozóny
- Trh vládných dlhopisov v eurozóne zvláda sprísňovanie menovej politiky bez výraznejších výkyvov



Investičný dopyt začína slabnúť vďaka razantnému sprísňovaniu menovej politiky

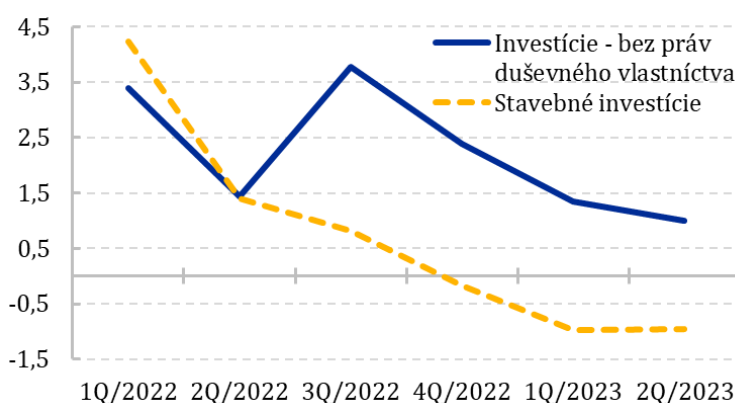
Boj s vysokou infláciou priniesol historicky najvýraznejšie zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb ECB (od leta 2022 o 4,5 percentuálneho bodu). To sa prenieslo do zdraženia úverov (podrobnejšie FH z [mája](#) a [októbra](#)) a postupne aj do spomaľovania rastu investičného dopytu (**graf 1**). Investície sú obvykle finančne náročnejšie, prostredníctvom nich si podniky obstarávajú napríklad stroje, či výrobné haly, domácnosti najčastejšie vynakladajú prostriedky na zabezpečenie bývania. Zväčša na ich obstaranie nestačia vlastné zdroje a sú bežne financované prostredníctvom bankových úverov. Preto je investičný dopyt citlivý na zmeny úrokových sadzieb.



Investíciám čiastočne pomáhalo zlepšenie fungovania globálnych ponukových reťazcov

Narušené fungovanie globálnych ponukových reťazcov počas pandémie citelne predĺžilo dodacie časy a obmedzilo dostupnosť niektorých výrobných vstupov a kapitálových tovarov. Ponuka tak v dôsledku oslabených dodávateľsko-odberateľských tokov zaostávala za relatívne silným dopytom. Výsledkom boli hromadiace sa nedokončené objednávky. Postupne sa však situácia zlepšovala a napätie v globálnych ponukových reťazcoch sa výrazne zmiernilo. Podniky tak mohli nakopené objednávky postupne vybavovať. Preto, keď začal počet nových objednávok v dôsledku ochladnutia globálneho dopytu postupne klesať, nahromadené objednávky z minulosti udržiavali ekonomickú aktivitu a podporili aj investície. Práve v 1. štvrtroku to, spolu s relatívne priaznivým počasím, pravdepodobne podnietilo aj stavebné investície. Tie vzrástli o 0,9 % po tom, čo v dvoch predchádzajúcich štvrtrokoch klesali.

Graf 1: Eurozóna - investičný dopyt (anualizovaný štvrtročný rast, v %, počítaný na kľúčových priemeroch štyroch štvrtrokov)



Zdroj: Eurostat, Macrobond



Priaznivé impulzy pre investičný dopyt slabnú, investície do bývania klesajú

Posledné údaje už naznačujú, že investície začínajú klesať. Ak neberieme do úvahy investície do duševného vlastníctva, ktorých pohyb súvisí skôr s daňovou optimalizáciou veľkých nadnárodných spoločností, investičný dopyt v 2. štvrtroku poklesol o 0,4 %. Ovplyvnil to najmä ďalší prepád investícií do budov na bývanie¹, ktoré sa znížili naprieč eurozónou (**tabuľka 1**). Aj keď slovenské dáta sú pomerne volatilné v závislosti od ukončovania väčších projektov, je možné v posledných štvrtrokoch pozorovať klesajúcu tendenciu.



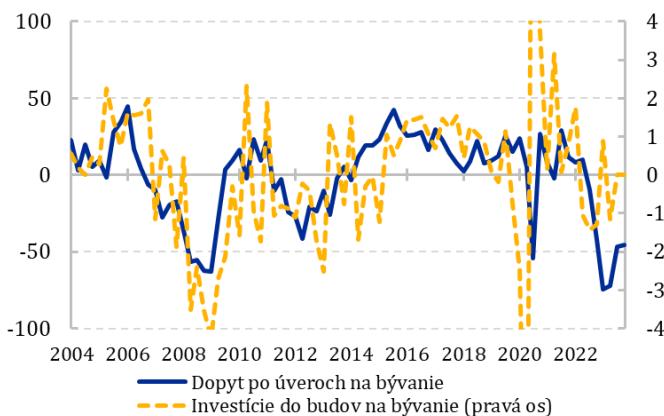
Dopyt po investičných úveroch klesá a s ním aj dopyt po investíciách

Zvýšenie základných úrokových sadzieb ECB sa prenieslo, a naďalej prenáša, do nárastu úročenia úverov pre klientov. Tie dosahujú najvyššie úrovne za viac ako 10 rokov. Záujem o bankové úvery, najbežnejší spôsob financovania investícií, v dôsledku vyšších úrokových sadzieb klesá. Prieskum ECB ohľadom podmienok bankového úverovania (Bank Lending Survey) naznačuje, že dopyt domácností po úveroch na bývanie sa už šesť po sebe idúcich štvrtrokov znižuje¹ (**graf 2**). Podobne tomu je aj v prípade podnikových investičných úverov (**graf 3**). Navyše medzi stavebnými podnikmi sa pomerne rýchlo zvyšuje podiel tých, ktoré hovoria o nedostatočnom dopyte, ktorý dolieha na ich aktivitu. Kým ešte na začiatku roku 2022 to nebolo ani 20 % stavebných spoločností, v októbri 2023 sa už ich podiel blížil k 30 % ([prieskumy Európskej komisie](#)). V najbližších štvrtrokoch tak bude investičný dopyt pravdepodobne strádať s dopadom na celkovú výkonnosť hospodárstva eurozóny.

¹ Tento vývoj bol čiastočne ovplyvnený aj ukončením niektorých daňových bonusov súvisiacich s renováciou budov v Taliansku.

² Záporné saldo odpovedí v prieskume BLS znamená, že percento bánk, ktoré vnímajú pokles dopytu je väčšie ako percento bánk, ktoré vnímajú jeho nárast.

Graf 2: Dopyt po úveroch na bývanie a investície do budov na bývanie



Zdroj: ECB, Macrobond

Poznámka: Záporné čisté percento odpovedí znamená, že dopyt po úveroch klesá.

Tabuľka 1: Investície do budov na bývanie (medzištvrtročná zmena v %)

	2Q 2023	1Q 2023	4Q 2022	3Q 2022
EA	-1,2	0,9	-1,3	-1,4
DE	0,0	2,9	-2,3	-0,8
FR	-1,5	-1,3	-0,6	-0,7
IT	-3,2	-0,1	-1,7	-5,2
ES	2,2	1,2	-1,4	-1,7
NL	-2,3	1,5	0,6	-2,0
AT	-7,7	-0,3	-0,5	-0,6
FI	-1,4	-1,1	-6,4	0,2
LU	-3,1	-1,4	-0,6	-10,0
IE	-7,5	2,8	-2,4	3,6
EE	-7,3	2,0	9,9	11,8
LT	-0,8	-2,4	2,0	3,1
LV	-0,8	7,2	2,1	4,6
SI	4,7	4,9	1,7	2,5
SK	-1,5	-1,3	-6,5	9,3
CY	-1,6	-0,3	0,3	5,3
MT	2,2	-15,7	7,3	-6,4
PT	-2,3	-0,7	1,8	-0,9
GR	3,1	-8,9	40,0	11,9
HR	0,4	3,3	1,3	-1,1

Zdroj: Macrobond

6.10.2023

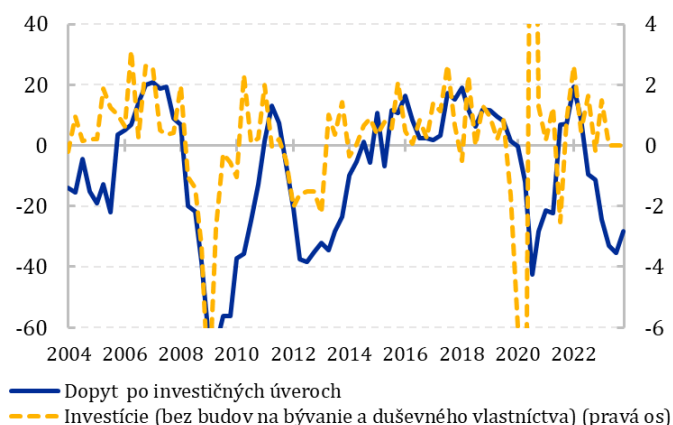
Tlačová konferencia

Christine Lagarde: z reakcie na otázku ohľadom prenosu sprísnenej menovej politiky do reálnej ekonomiky

...“Dá sa argumentovať, že to môže trvať dlhšie, ale **už dnes pozorujeme výrazný prenos do podmienok financovania**. A bude to silnejšie. **Ak sa pozriete napríklad na sektor bývania**, tak je celkom zrejmé, že **tu máme transmisiu do reálnej ekonomiky**. Ak sa pozriete na objem kapitálových výdavkov, **na investície podnikov, tak je tu pokles**. Nie sú to len banky, ktoré hovoria, že budú pozornejšie hodnotiť riziká a že znižujú tok úverov. Sú to tiež **podniky, ktoré brzdia investície kvôli úrovni úrokových sadzieb...**

... Teda tak v prípade **sektora bývania**, ako aj **v investíciách**, na základe čísel ktoré máme, dochádza **k prenosu do reálnej ekonomiky.**“

Graf 3: Dopyt po investičných úveroch a investičný dopyt



Box: Trh vládných dlhopisov v eurozóne zvláda sprísňovanie menovej politiky hladko

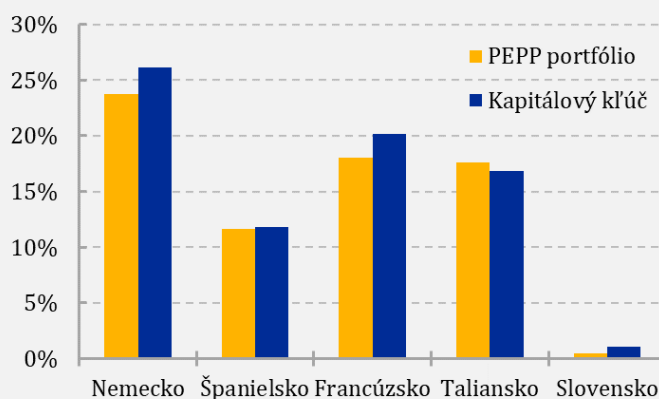
Ak by vládne dlhopisy nereagovali na politiku ECB v rovnakej miere, znamenalo by to, že by menová politika tlmila inflačné tlaky v eurozóne v rôznej miere. Pri sprísňovaní menovej politiky je preto mimoriadne dôležité sledovať, či sa sadzby ECB premietajú aj do výnosov vládných dlhopisov rôznych krajín v rovnakej miere. Vlády a banky v krajinách zvyknú mať úzke prepojenie. Banky totiž v niektorých krajinách eurozóny vlastnia výraznejšie objemy dlhu ich národných vlád. Zároveň nemáme v rámci eurozóny záchranné mechanizmy pre finančný sektor úplne dotiahnuté do stavu, že by prípadné problémy bánk nemuseli riešiť národné vlády. Preto úrokové sadzby, za ktoré banky získavajú zdroje, zvyknú reagovať na vývoj výnosov štátnych dlhopisov v krajinách, kde banky sídlia. To sa následne premieta do sadzieb, ktoré banky účtujú firmám a domácnostiam pri úveroch. Ak sú tieto výrazne odlišné v rôznych kútoch eurozóny, znamená to, že má spoločná menová politika rôzne vplyvy na miestny cenový vývoj, čo je nežiaduce.

Nadmerné odchýlky výnosov vládných dlhopisov krajín v eurozóne môžu prameniť buď z vysvetliteľných dôvodov, najmä zo stavu verejných financií, alebo z rôznych nálad na finančných trhoch, ktoré môžu mať málo spoločné s ekonomickým vývojom. V prvom prípade musia konať vlády, preto máme v eurozóne spoločné pravidlá pre hospodárenie vlád. Pre druhý prípad má ECB nástroje, ktorými vie nežiaduci vývoj vo vládných výnosoch utlmiť.

Do budúcnosti ide predovšetkým o dosiaľ nepoužitú možnosť nákupu vybraných vládných dlhopisov v rámci programu [TPI](#). V súčasnosti sa prípadné tlaky na vládne výnosy môžu ešte tmiť tak, že by Eurosystem nakupoval rôzne vládne dlhopisy v rôznej miere v rámci pretrvávajúceho pandemického záchranného programu PEPP. V skutočnosti sú však nakupované objemy v programe v súčasnosti pomerne blízko ku kapitálovému kľúču ECB (**graf 4**), čo je meradlom toho, do akej miery sú nákupy rovnomerne rozložené naprieč krajinami. Objemy nakúpených dlhopisov o niečo zaostávajú za kľúčom v prípade Nemecka, či Francúzska a kľúč naopak preyšujú pri Taliansku. Nie všetky tieto odchýlky však nutne predstavujú reakciu na riziko prenosu menovej politiky. Môžu byť totiž napríklad len výsledok dostupnosti dlhopisov danej krajiny na trhu, čo je aj prípad slovenských dlhopisov.

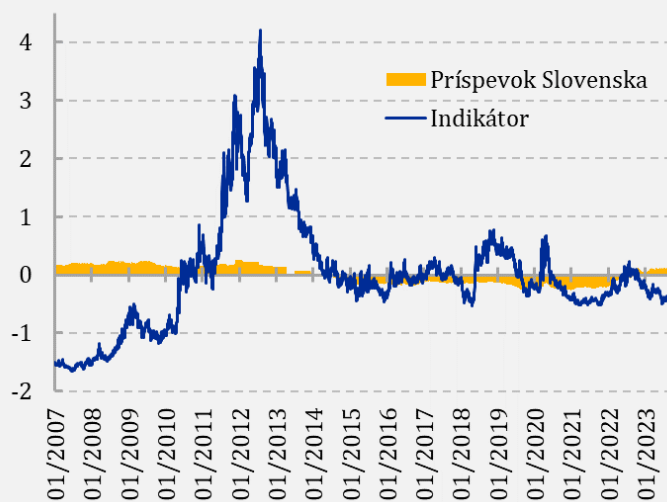
V súčasnom období sú odchýlky vo výnosoch na trhu vládných dlhopisov pomerne nízke. Odchýlky dosiahli vrchol približne v období dlhovej krízy v roku 2012, v súčasnosti sú v blízkosti historicky najnižších hodnôt (**graf 5**). Zároveň však tieto odchýlky preyšujú mimoriadne nízke hodnoty z obdobia pred veľkou hospodárskou krízou. To je možné vysvetliť aj tým, že istá časť odchýlky odzrkadľuje objektívne odlišnosti medzi krajinami, ktoré sa mohli v čase meniť. Výrazný nárast nastal aj pri vypuknutí koronakrízy – približne od marca do júna 2020. Toto obdobie korešponduje so zavedením rôznych podporných programov na adnárrodnej úrovni a konkrétne aj so zavedením a rozšírením programu PEPP. Zaujímavosťou je aj to, že príspevok Slovenska k celkovej miere odchýlky bol historicky pomerne mierny. To reflektuje možnosť, že Slovensko výrazným spôsobom ani neprofitovalo a ani nedoplácalo na finančnú fragmentáciu. Fragmentačné toky teda z tohto pohľadu Slovensko skôr obchádzali. V súčasnosti však z dôvodu rastu výnosov slovenských vládných dlhopisov rastie aj príspevok Slovenska – od roku 2022 asi o 35 bázických bodov.

Graf 4: Odchlon nákupov PEPP od kapitálového kľúča ECB vo vybraných krajinách eurozóny (%)



Zdroj: ECB

Graf 5: Miera odchýlky vládných výnosov vybraných krajín eurozóny od spoločného trendu a príspevok Slovenska (percentá, percentuálne body)



Zdroj: Macrobond

Poznámka: Miera odchýlky výnosov 10-ročných dlhopisov piatich veľkých krajín eurozóny (DE, FR, IT, ES, NL) a Slovenska od trendu v smere, kde sú tieto odchýlky najvyššie. Krajiny majú rovnakú váhu. Priemerná úroveň je nula. Úroveň rastie napríklad v prípade, že výnos talianskych dlhopisov rastie a nemeckých dlhopisov naopak, klesá. Vplyv výnosov slovenských dlhopisov je historicky mierny, no v nedávnom období rástol. Denné údaje od začiatku roka 2017 po november 2023.



Frankfurtské hácky nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.