



Frankfurtské hárky

október 2023



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Boj ECB s vysokou infláciou sa už postupne prejavuje v ekonomike

- Európska centrálna banka za posledných 15 mesiacov zvyšovala sadzby najrýchlejším tempom v histórii
- Kľúčové je to, ako rýchlo a ako výrazne to pocítíme vo výške splátky na nových, ale aj existujúcich pôžičkách
- Napriek výraznému zvýšeniu úrokov pri nových pôžičkách je dopad na domácnosti s už existujúcimi hypotékami v niektorých krajinách miernejší, na Slovensku tiež
- Za rozdiely medzi krajinami môžu odlišné zvyklosti pri dohadovaní začiatkovej doby fixácie sadzby
- Na Slovensku je podiel úverov s najkratšou fixáciou zanedbateľný a domácnosti tak môžu vyššie úroky pocítiť s oneskorením
- Úroky na firemných úveroch rástli rýchlejšie v porovnaní s historickými vzťahmi, úročenie termínovaných vkladov sa zvyšovalo pomalšie ([Box](#))



Úrokové sadzby ECB rástli za posledných 15 mesiacov najrýchlejším tempom v histórii eurozóny

Rekordné nebolo iba tempo, ale aj celkový nárast sadzieb o 4,5 percentuálneho bodu. Ak porovnáme súčasný nárast (**graf 1a**, modrá čiara) s predchádzajúcimi obdobiami zvyšovania sadzieb (**graf 1a**, sivá plocha), pozorujeme približne dvojnásobné tempo zvyšovania. Rýchlejšie tempo v porovnaní s minulosťou rastú aj úrokové sadzby na úveroch firmám (**graf 1b**, modrá čiara). Tie následne tlmia ich dopyt po nových pôžičkách (**graf 1c**, modrá čiara).



Zvýšenie sadzieb ECB sa v prvej fáze odzrkadlí v úrokoch, za ktoré si navzájom požičiavajú komerčné banky¹

Zmeny sa prejavujú aj v dlhodobých bezrizikových sadzbách (úrokové swapy, 10-ročný nemecký dlhopis), kde sa už zohľadňujú aj očakávania o budúcom vývoji sadzieb ECB. To je napríklad aj dôvod, prečo úroky na nemeckých vládných dlhopisoch začali rásť skôr ako samotná sadzba ECB (**graf 2**, modré čiary). V momente, keď začala inflácia prudko stúpať, začali investori očakávať nárast sadzieb ECB a tieto očakávania zakomponovali do svojich rozhodnutí skôr, ako ECB prvýkrát zvýšila sadzby.

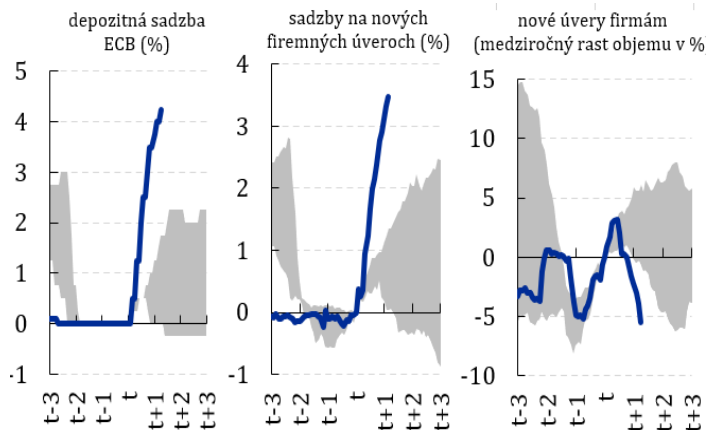


V druhej fáze sa navýšenie trhových úrokov prenáša do úrokov na produktoch bánk

Vyššie trhové úroky zvyšujú bankám náklady na financovanie, čo banky do veľkej miery prenášajú na klientov v podobe drahších pôžičiek.

¹ Dôvody, prečo je to tak, vysvetľujeme v [slovníku](#) pod pojmom „sadzby ECB“.

Graf 1: Porovnanie súčasného tempa rastu sadzieb a úverovania (modré čiary) s ich historickým tempom počas minulých cyklov zvyšovania sadzieb (sivé plochy)



Zdroj: ECB, Macrobond, výpočty NBS

Poznámka: Dáta pre eurozónu. Čas t na osi x predstavuje začiatok každého cyklu zvyšovania sadzieb. Pre modrú čiaru, ktorá predstavuje aktuálny cyklus, je začiatok máj 2022. Os x je vyjadrená v rokoch relatívne ku začiatku cyklu zvyšovania sadzieb. Nové úvery firmám sú vyjadrené ako medziročný rast objemu nových úverov, pričom časový rad je posunutý tak, aby v čase t mal hodnotu 0.

Na druhej strane stúpa aj tlak na vyššie úročenie vkladov pre firmy a domácnosti. To je síce dobrá správa pre klientov s vkladmi v banke, no pre banku je to ďalší náklad. Preto sú často banky menej ochotné zvyšovať úroky na vkladoch oproti úrokom na úveroch. Pozorujeme to aj počas tohto cyklu (viac v [Boxe](#)). Tento proces, spolu s následným vplyvom na objem úverovania a ekonomickú aktivitu, nazývame transmisia menovej politiky.



Sadzby ECB, úroky na vládnych dlhopisoch, či úveroch v bankách sa hýbu rovnakým smerom, aj keď s rôznou mierou oneskorenia (graf 2)

Hypotekárne sadzby sú napríklad previazané s trhom s vládnyimi dlhopismi z aspoň dvoch hľadísk. Kúpa vládnych dlhopisov sú tak ako poskytnutie hypotéky pre banku investíciou s istým výnosom, a tak predstavujú v istom zmysle vzájomnú alternatívu. Výnosy vládnych dlhopisov zároveň odzrkadľujú ekonomickú situáciu v danej krajine, čo je úzko prepojené so zdravím bankového sektora.



Prenos úrokových sadzieb ECB do ekonomiky nejakú dobu trvá

Aj keď úroky na úveroch vzrástli, neznamená to automaticky, že sa úvery predražia hneď pre všetkých dlžníkov. Jedným z dôvodov je aj fakt, že vyššie sadzby sa aplikujú v prvom rade na nové úvery. Úroky na už existujúcich úveroch ostávajú väčšinou nezmenené a mení sa zvyknú hlavne v momente refixácie existujúcich úverov, napríklad pri úveroch na bývanie. Refixácia môže byť aj niekoľko rokov vzdialená. Ako veľmi a ako rýchlo sa predražia existujúce úvery teda záleží od toho, na akú dobu je na „starý“ úver dohodnutá fixovaná úroková miera.



Sadzby na nové hypotéky (graf 3, modré stĺpce) sa v najväčších ekonomikách eurozóny zvýšili viac-menej porovnateľne, ale nárast úročenia na existujúcich úveroch (graf 3, žlté stĺpce) sa líši

Sprísnenie menovej politiky v súčasnosti najviac zasahuje zadlžené španielske domácnosti. Úročenie nových úverov a existujúcich úverov sa v Španielsku zvýšilo takmer rovnako, platený objem úrokov sa tak významne zvýšil. Výrazný rast úrokových nákladov však pociťujú aj talianske domácnosti. Na druhej strane sú krajiny ako Nemecko, Holandsko, či Francúzsko, kde sa úroky na existujúcich úveroch zvýšili len nepatrne. Slovenské domácnosti napriek výraznému zvýšeniu úrokov na nové hypotéky zatiaľ pociťujú miernejší dopad na existujúcich pôžičkách ako priemer eurozóny.²



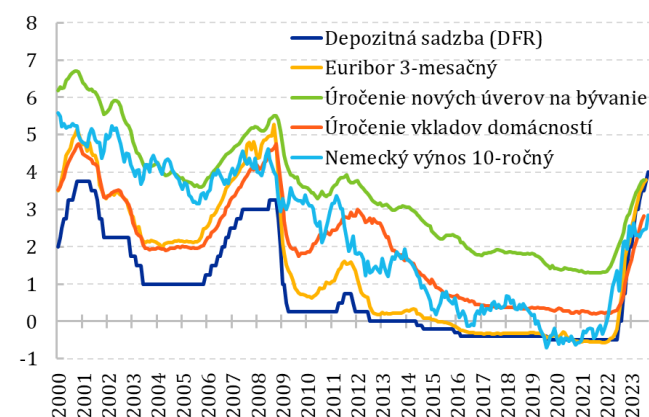
Za rozdiely medzi krajinami môžu odlišné zvyklosti pri dohadovaní začiatkovej doby fixácie sadzby

V predchádzajúcich rokoch mala v Španielsku takmer polovica nových úverov³ fixáciu do 1 roka, v Taliansku ich bola viac ako tretina (graf 4, modré stĺpce). Naopak, najmä vo Francúzsku, ale aj v Nemecku a Holandsku dominovali úvery s fixáciou nad 5 rokov (graf 4, zelené a žlté stĺpce). V týchto krajinách sa súčasné sprísnenie menovej politiky dotýka úrokových nákladov domácností zatiaľ len mierne a môžeme očakávať, že sa efekt ešte z časti prejaví neskôr.

² Téma prenosu sprísnenia menovej politiky do hypotekárnych sadzieb na Slovensku sme sa bližšie venovali v [májovom vydaní](#).

³ Štatistika štruktúry objemu úverov podľa počiatkovej doby fixácie nie je dostupná. Obrázok o štruktúre úverov podľa fixácie tak čiastočne poskytuje pohľad na priemerné toky nových úverov.

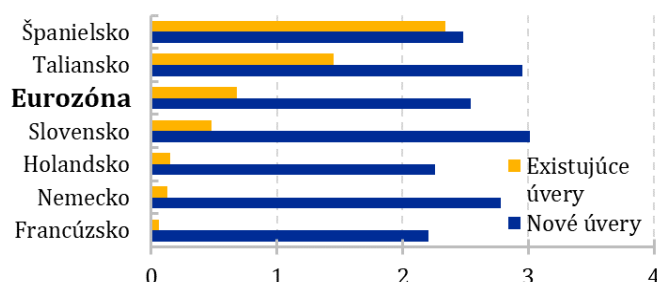
Graf 2: Spoločný vývoj úrokových sadzieb – od sadzby ECB až po úroky v banke



Zdroj: Bloomberg, ECB

Poznámka: Úročenie nových úverov na bývanie zobrazuje úroky na nových hypotékach v eurozóne pre všetky dostupné doby fixácie. Úročenie vkladov domácností zobrazuje úroky na nových termínovaných vkladoch domácností pre všetky dostupné doby splatnosti.

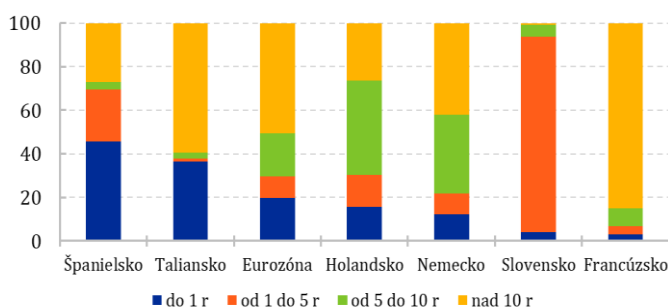
Graf 3: Zmena úročenia úverov na bývanie v porovnaní s decembrom 2021 pre nové a existujúce úvery (p. b.)



Zdroj: ECB, Macrobond

Poznámka: Graf zobrazuje kumulatívny nárast úrokových mier od decembra 2021 do augusta 2023.

Graf 4: Štruktúra priemerných tokov hypoték od roku 2012 do roku 2021 podľa doby fixácie (v %)



Zdroj: ECB

Dokonca aj na Slovensku bol podiel úverov s najkratšou fixáciou zanedbateľný, väčšina úverov má však sadzbu fixovanú len na obdobie od 1 do 5 rokov. Zadlžené domácnosti tak vplyv menovej politiky na obsluhu dlhu s určitým oneskorením pocítia. Podľa [Analytického komentára \(Nárast splátok hypoték je pre väčšinu domácností zvládnuteľný\)](#) by však zvýšenie úrokových nákladov nemalo byť dramatické, keďže v najbližších rokoch sa budú refinancovať najmä hypotéky, ktoré sú z veľkej časti splatené a úroková časť splátky je tak relatívne malá.



Isté zdražovanie úverov by tak mohlo ešte dodatočne prísť bez toho, aby ECB ďalej zvyšovala úroky

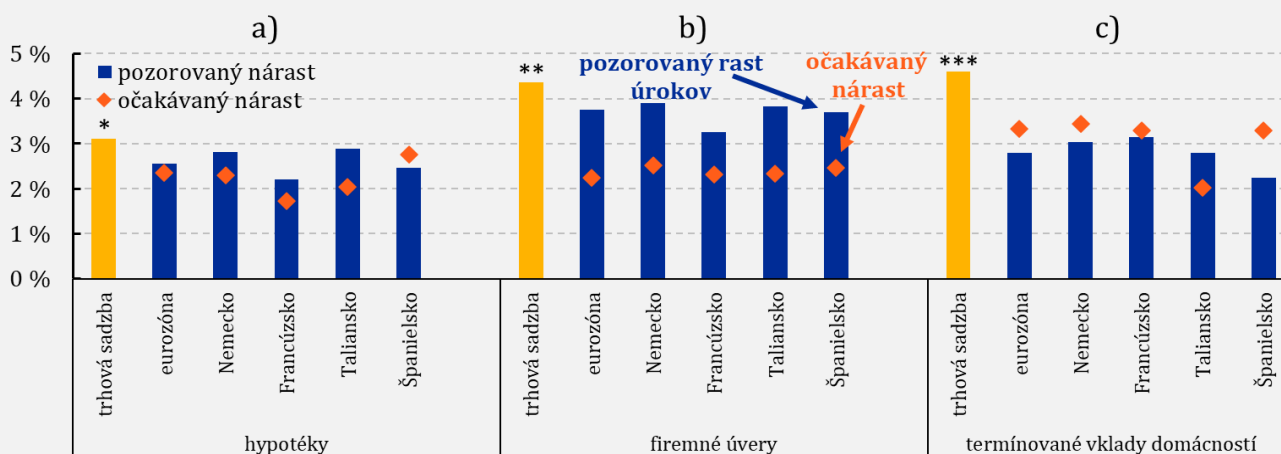
Každá situácia je špecifická a nie je tomu inak ani teraz. Na situáciu v eurozóne ako celku vplyvajú faktory ako situácia firiem po nedávnych krízach, či celkové prostredie dostatku likvidity vďaka obdobiu dlhodobo nízkych úrokových sadzieb pred niekoľkými rokmi. Situácia je špecifická aj na úrovni krajín, tu má vplyv okrem spomínaných pravidiel o fixáciách aj napríklad koncentrácia, a teda úroveň konkurencie v bankovom sektore danej krajiny, ziskovosť bankového sektora a mnohé ďalšie.

Box: Pozorujeme prudší rast úrokov ako v minulosti?

Úrokové sadzby na bankových úveroch či na vkladoch by mali nasledovať vývoj bezrizikových trhových sadzieb s podobnou maturitou, aj keď zväčša s oneskorením. Preto je rozumné očakávať, že priemerné sadzby na hypotékach budú mať podobný vývoj ako dlhodobé bezrizikové úrokové swapy. Rovnako sadzby na ročnom termínovanom vklade by zhruba mali kopírovať 12-mesačnú medzibankovú sadzbu EURIBOR. Modelovaním historického vzťahu týchto dvojíc úrokov vieme pozorovať, či sa súčasný vývoj bankových sadzieb vymyká historickým štandardom. **Úroky na firemných úveroch (graf 5b, modré stĺpce) rástli v eurozóne rýchlejšie, ako predpovedá modelový odhad (graf 5b, červené diamanty). Na druhej strane, úroky na hypotékach (graf 5a, modré stĺpce) narástli od decembra 2021 približne v súlade s ich historickým správaním (graf 5a, červené diamanty).**

Nárast úročenia termínovaných vkladov domácností (graf 5c, modré stĺpce) je v eurozóne pomalší, ako by sa dal očakávať na základe ich historického správania (graf 5c, červené diamanty). Banky zatiaľ váhajú úročiť vklady domácnostiam rovnako štedro ako v minulosti, čo môže mať viacero príčin. Po prvé, dlhé obdobie veľmi nízkych sadzieb a uvoľnenej menovej politiky mohlo spôsobiť, že banky sú aj dnes v situácii, kedy nepotrebujú nutne zháňať dodatočné zdroje prilákaním dodatočných vkladov. To má za následok nižší konkurenčný tlak na zvyšovanie úročenia vkladov. Konkurenčný tlak môže závisieť aj od toho, ako koncentrovaný je bankový sektor v danej krajine (koncentrácii sme sa venovali viac v [aprílovom vydaní](#)). Druhou príčinou pomalšieho prenosu môže byť to, že v období záporných úrokových sadzieb banky nedokázali úročiť vklady trhovou, teda zápornou sadzbou. V momente začiatku navyšovania sadzieb tak boli úroky na vkladoch relatívne vyššie v porovnaní s niektorými trhovými sadzbami a nebol nutný taký nárast.

Graf 5: Porovnanie pozorovaného nárastu bankových sadzieb s očakávaným nárastom na základe historického správania (relatívny nárast v p.b. od decembra 2021 do augusta 2023)



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, výpočty NBS

Poznámka: **Modré stĺpce** predstavujú pozorovaný nárast úrokov pre daný bankový produkt a danú krajinu od decembra 2021 po august 2023. **Červené diamanty** predstavujú očakávaný nárast danej sadzby v prípade, že by bankové sadzby reagovali na rastúce trhové sadzby rovnakou dynamikou ako v minulosti. Ak sa pre danú sadzbu diamant nachádza nad (pod) modrým stĺpcom, daná banková sadzba rástla pomalšie (rýchlejšie), ako by sme očakávali na základe historického vývoja. Historické správanie trhových a bankových sadzieb je modelované na období od roku 2003 po august 2007, kedy sme zaznamenali posledné porovnateľné navyšovanie sadzieb ECB. **Žlté stĺpce** predstavujú ekvivalentnú trhovú sadzbu, od ktorej by sa mala daná banková sadzba odvíjať.

* Trhový ekvivalent priemernej sadzby na hypotéke je 5-ročný úrokový swap, keďže sadzby na hypotékach sa odvíjajú od dlhodobějších bezrizikových úrokových sadzieb.

** Trhový ekvivalent sadzby na firemných úveroch je 3-mesačná sadzba EURIBOR, keďže väčšina firemných úverov zvykne mať kratšiu dobu splatnosti na prevádzku.

*** Trhový ekvivalent termínovaných vkladov je 12-mesačný EURIBOR, keďže častým obdobím na termínovaný vklad je práve 1 rok.



Frankfurtské hárky 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“.