



Analytický komentár

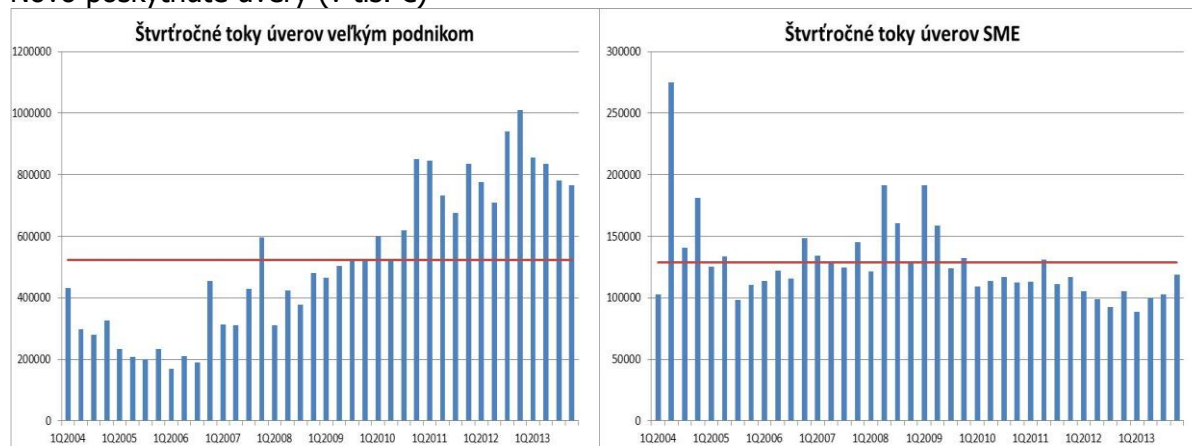
Ako funguje transmisia menovej politiky na Slovensku?

Fungovanie transmisného mechanizmu spoločnej menovej politiky na Slovensku po vstupe do eurozóny možno hodnotiť pozitívne. Ak sa pozrieme na prenos kľúčových sadzieb do klientskych pre podniky, ktoré sú z hľadiska rastu ekonomiky a konvergenzie najdôležitejšie, zistíme, že sa zmeny v kľúčovej sadzbe pomerne rýchlo a s veľkou intenzitou prenášali do klientskych úrokových sadzieb z úverov nefinančným spoločnostiam. Takže úrokový kanál fungoval pomerne dobre aj pri porovnaní s ostatnými krajinami eurozóny. Čiastočne k tomu pomohlo odstránenie kurzového rizika a s tým spojené zvýšenie konkurencie v bankovom sektore. Druhá časť transmisie prebieha cez objemy úverov. Úvery podnikom od polovice roka 2012 stagnovali, čo však možno prisúdiť skôr faktorom nižšieho dopytu po úveroch ako porušenému transmisnému mechanizmu.

Objem úverov (úrokový kanál).

Pri pohľade na vývoj úverov celému súkromnému sektoru by sa mohlo zdať, že úrokový kanál funguje pomerne dobre. Medziročný rast sa síce mierne spomalil, avšak aj tak dosahoval koncom roku 2013 úrovne približne 6 %, čo bolo viac o 2,2 percentuálneho bodu ako rast nominálneho HDP. Takmer celý rast úverov súkromnému sektoru bol tvorený domácnosťami. Značne to mení pohľad na fungovanie úrového kanálu. Rýchlejšej obnovy ekonomiky by pomohli dostatočné zdroje na financovanie podnikov. Medziročný rast úverov je od polovice roku 2012 v záporných hodnotách blízko 0 %. Analýzou novo poskytnutých úverov (tokové veličiny) je možné zistiť, ako sa vyvíjali toky úverov jednotlivých druhom podnikov v závislosti od ich veľkosti. Hybnou silou ekonomiky sú najmä malé a stredné podniky (SME) a tým v poslednom období tiekli úvery pomalšie, ako je historický priemer. Tu možno identifikovať mierne negatívny vývoj, avšak nie je možné robiť záver, že je porušený transmisný mechanizmus, keďže to môže byť výsledok slabšej ekonomickej aktivity (teda dopytového faktora).

Novo poskytnuté úvery (v tis. €)



Zdroj: NBS.

Pozn. Červená čiara v grafoch predstavuje dlhodobý priemer.

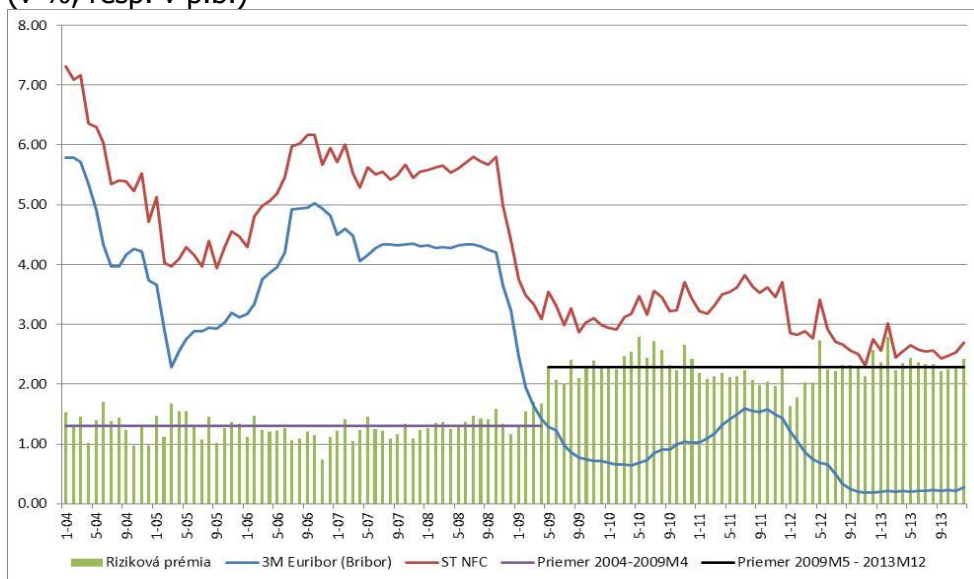
Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezentujú názory analytikov Úseku pre menu, štatistiku a výskum (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „analytici ÚMS“, resp. „analytici Menového úseku“. Ak nie je uvedené inak, časové rady sú sezónne očistené použitím vlastných sezónnych modelov.

Cena úverov (úrokový kanál).

Druhá časť transmisného mechanizmu sa týka ceny úverov. Úrokové sadzby sa nachádzajú na historicky najnižších úrovniach. Na Slovensku je situácia relatívne priaznivá pokiaľ ide o transmisiu zmien kľúčových úrokových sadzieb do úrokových sadzieb z úverov podnikom. Pri skúmaní efektu transmisie je rozhodujúce pozrieť sa na typy úrokových sadzieb z pohľadu dĺžky fixácie úrokovej sadzby. Na Slovensku mala väčšina úverov podnikom pohyblivú sadzbu alebo začiatočnú fixáciu sadzby do 1 roka. V niektorých mesiacoch dosiahol podiel týchto úverov na celkových novo poskytnutých úveroch až takmer 100 %. Z hľadiska účelu použitia úverov, najdôležitejšie úvery (prevádzkové a investičné) dosahovali veľmi podobné podiely.

Klientske úrokové sadzby sú zložené z trhových sadzieb a rizikovej prémie a mali by odzrkadľovať približne výnos z alternatívnej investície. Riziková prémia je ovplyvňovaná viacerými faktormi. Patrí medzi ne napríklad rizikovosť krajiny, likvidita bankového sektora, kapitálová vybavenosť bankového sektora a pod.. Ako možno pozorovať z nasledujúcich grafov, tak krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom viac-menej korešpondovali s vývojom kľúčovej sadzby ECB a krátkodobej sadzby medzibankového trhu (3-M BRIBOR, resp. po roku 2008 EURIBOR). Banky teda pomerne pružne premietali zmeny trhových sadzieb do klientskych. Rizikovú príjem by sme mohli aproximovať ako rozdiel medzi klientskou úrokovou sadzbou a trhovou sadzbou (3-M EURIBOR) reprezentujúcou bezrizikovú úrokovú sadzbu. V prípade Slovenska je možnosť vyjadrenia rizikovej prémie tiež ako rozdiel medzi klientskou úrokovou sadzbou a nákladom banky na vklady, buď na vklady nefinančných spoločností alebo aj domácností, keďže domácnosti majú uložený pomerne veľký objem vkladov na bankových účtoch. Vývoj rizikovej prémie je podobný pri všetkých troch možnostiach. Vzhľadom na vysoké percento úverových zmlúv, v ktorých sa úroková sadzba explicitne odvíja od trhových sadzieb, ďalej sa uvažuje s rizikovou premiou vypočítanou ako rozdiel klientskej úrokovej sadzby a trhovej sadzby. Ako dokumentuje graf, riziková prémia je konštantná takmer počas celého obdobia, od kedy je k dispozícii štatistika úrokových sadzieb z novoposkytnutých úverov. V roku 2009 však nastal posun rizikovej prémie o 1 percentuálny bod. Možno to pripísať zvýšenému riziku ekonomického vývoja, keď sa výraznejšie prepadla ekonomická aktivita. Čiastočne ďalším dôvodom mohlo byť využitie situácie a zvýšenie si marží v dôsledku výpadku iných príjmov bankami. Napriek tomu dosiahli krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom v posledných mesiacoch historicky najnižšie úrovne.

Vývoj úrokových sadzieb a rizikovej prémie (v %, resp. v p.b.)

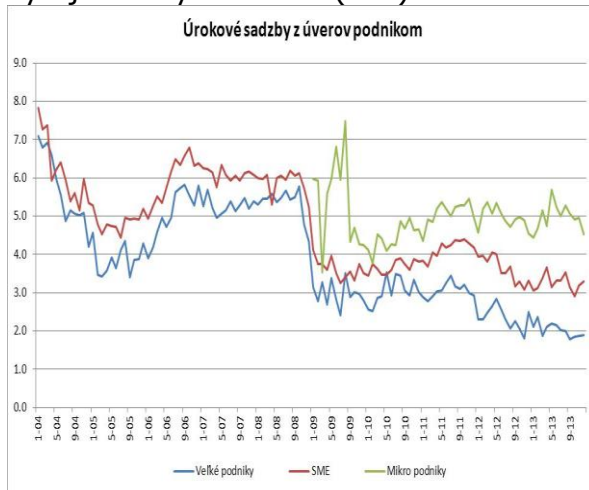


Zdroj: NBS, ECB.

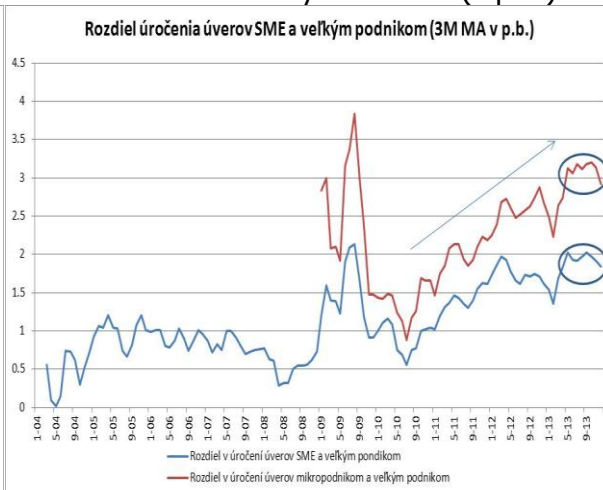
Pozn.: ST NFC znamená krátkodobé úrokové sadzby z úverov podnikom

Pozitívne hodnotenie vývoja celkovej úrokovej miery z úverov, keďže poklesli na historicky najnižšiu úroveň, však môže byť neúplné a zavádzajúce. Pohľad na úrokové miery z úverov podnikom nedáva úplný obraz o tom, aké náklady majú jednotlivé druhy podniky so splácaním úverov. Je preto potrebné pozrieť sa aj na disagregované položky, to znamená ako sa vyvíjali úrokové miery pre rôzne typy podnikov v závislosti od ich veľkosti. Tu je zrejмый trend zvyšujúceho sa rozdielu v úročení úverov na jednej strane veľkým a na strane druhej malým podnikom.

Vývoj úrokových sadzieb (v %)



Rozdiel úrokových sadzieb (v p.b.)



Zdroj: NBS.

Analytické nástroje

Pre analytické a prognostické účely boli vytvorené modely prenosu zmien trhových úrokových sadzieb do klientskych úrokových sadzieb. Pre nefinančné spoločnosti sú najdôležitejšími úrokovými sadzbami krátkodobé, preto je uvádzaný model pre tieto sadzby. Použitý bol error-correction model s vysvetľujúcou premennou 3-M BRIBOR, resp. od roku 2009 3-M

EURIBOR. Krátkodobá trhovú sadzba bola vybratá na základe najlepšej korelácie a predikčných vlastností. Rizikový faktor, ktorý by mal odrážať makroekonomické riziká, nebol zakomponovaný z dôvodu nedostatočne dlhých časových údajov takýchto proxy premenných, resp. ich bezvýznamnosťou pri konečnom vyhodnocovaní. V niektorých krajinách sa používajú ako rizikové faktory rast ekonomiky, produkčná medzera, očakávané bankroty a v poslednej dobe pomerne často spomínané proxy pre vyššie suverénne riziko - CDS rozpätie. Takže konečný model má tvar:

$$\Delta br_t = \sum_{k=0}^1 \delta_k \Delta r_{t-k} + \lambda \Delta br_{t-1} + \alpha (r_{t-1} - \beta r_{t-1} - \mu) + u_t$$

, kde **br** je klientska úroková sadzba a **r** 3-mesačná trhovú sadzba. Ostatné koeficienty sa odhadujú. Údajová základňa je tvorená obdobím od januára 2004 do júla 2012.

Koeficienty z rovnice sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

	Okamžitý prenos	Dlhodobý prenos	Koeficient prispôsobenia	Upravené R-squared
	δ	β	α	
Krátkodobé sadzby z úverov podnikom	1.1***	0.71***	-0.34***	0.63
	(0.10)	(0.03)	(0.09)	

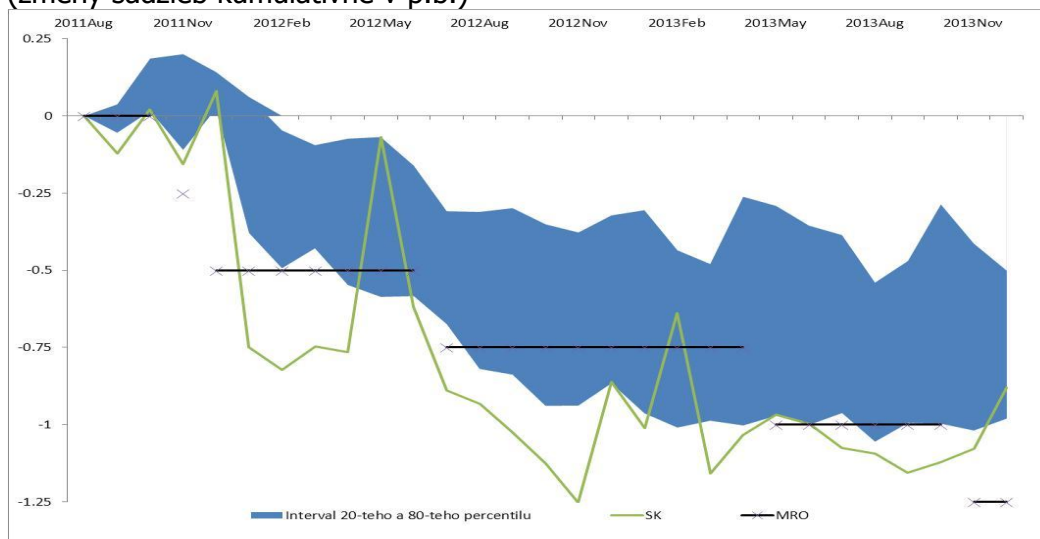
Pozn.: v zátvorkách sú uvedené štandardné odchýlky.

Štatistiky chybovosti modelu:

	RMSE	Theil Statistic	U-Theil Statistic	Inequality	Bias in forecast	Proportion due to variance	Proportion due to covariance
	0.1949	0.6982		0.0293	0.0013	0.1722	0.8265

Model pomerne dobre zachytáva vzťah medzi premennými. Zmeny v trhovej sadzbe sa pomerne pružne premietajú do klientskych úrokových sadzieb. Reakcia je okamžitá (vysoký okamžitý prenos), pričom po určitom čase dochádza ku korekcii (dlhodobý prenos je približne 0,7). Vysoký okamžitý prenos zmien kľúčových (trhových) úrokových sadzieb do klientskych dokumentujú aj nasledujúce grafy, ktoré zachytávajú posledné zníženia kľúčových úrokových sadzieb (od septembra 2011) a ich prenos do klientskych v krajinách eurozóny a na Slovensku. Banky na Slovensku premietali zmeny v kľúčových sadzbách pomerne pružne a s plnou intenzitou, pričom v roku 2012 najvýraznejšie zo všetkých krajín eurozóny a s väčšou intenzitou, ako klesali kľúčové sadzby. Vysvetlenie tkvie pravdepodobne v priaznivom prostredí, či už sa jedná o dostatok lacných zdrojov (vkladov), vysokej kapitálovej primeranosti bankového sektora alebo rast ekonomiky, keďže eurozóna sa nachádzala v recesii a slovenská ekonomika od prvého štvrtroku 2009 nepretržite mierne rástla.

Prenos zmien kľúčových sadzieb do klientskych úrokových sadzieb za krajiny eurozóny a Slovensko (zmeny sadzieb kumulatívne v p.b.)



Zdroj: ECB.

Pozn.: MRO – hlavná úroková sadzba ECB pre refinančné operácie. Vyššia volatilita úrokových sadzieb na Slovensku je spôsobená výpočtom klientskych sadzieb (vážený priemer) a jeden väčší úver poskytnutý podnikom môže spôsobiť výrazný nárast, resp. pokles celkovej krátkodobej klientskej sadzby.

Ján Beka (analytici@nbs.sk)