



Frankfurtské hárky

november 2022



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Pôžičky dražejú a prístup k nim sa komplikuje

V reakcii na rastúcu infláciu pristúpila ECB k zvyšovaniu úrokových sadzieb, čo sa postupne prejavuje v dražších pôžičkách pre domácnosti, firmy a vlády. Úvery sa postupne stávajú menej dostupnými a dražšími. Širšie finančné podmienky, definované dostupnosťou a výhodnosťou úverov v ekonomike, sa už vrátili na úrovne, ktoré sme pozorovali počas pandemickej krízy. [Ceny nehnuteľností](#) sa držia na rekordných úrovniach, firmy bojujú s rastúcimi nákladmi na energie a vlády sa rekordne zadlžili. Dražšie pôžičky tak budú negatívne pôsobiť na rast ekonomiky a tým aj na zníženie inflačných tlakov.



Financovanie je už drahé

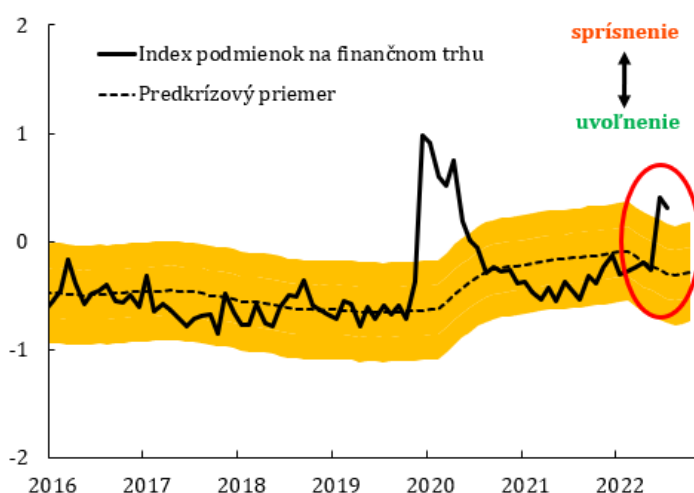
Dostupnosť a výhodnosť úverov sa výrazne zhoršila na úrovne, ktoré tu s výnimkou pandemickej krízy neboli niekoľko rokov (**graf 1**). Nárast úrokových sadzieb na hypotekárnych úveroch pre domácnosti (viac v Boxe), firmám a vládam je do veľkej miery spôsobený zvyšovaním úrokov ECB a očakávaniami z ich ďalšieho navyšovania v najbližšom období. Vzhľadom na obrovskú neistotu ohľadom vplyvov súčasných kríz na ekonomiku sa ECB nemôže pri svojich rozhodnutiach opierať iba o sledovanie nálad v ekonomike či očakávaní finančných trhov. Spättnú väzbu z ekonomiky čerpá aj práve sledovaním aktuálnych dát o finančných podmienkach, zobrazujúcich skutočné náklady, ktorým firmy, domácnosti a vlády čelia už dnes.



Úvery pre firmy sú menej dostupné napriek rastúcemu dopytu

Kým trhové financovanie firmám zdraželo v súlade s nárastom bezrizikových úrokov už začiatkom roka, pôžičky od bánk boli naďalej relatívne výhodné. Banky boli schopné poskytovať tieto pôžičky výhodnejšie vďaka lacným zdrojom z [TLTRO operácií](#) a z vládnych podporných programov. Sprísňovanie finančných podmienok sa postupne premieta aj do pôžičiek firmám (**graf 2**, žltá čiara), ktorých záujem si požičať rastie aj napriek zdražovaniu pôžičiek (**graf 2**, modrá čiara). Sprísnenie úverových štandardov bánk súvisí aj s tým, že sú menej ochotné požičiavať firmám vzhľadom na rastúce riziká v ekonomike. Firmy, ktoré boli viac zasiahnuté pandemickou krízou či rastúcimi energiami, sa viac zadlžili a môžu tak byť citlivejšie na nárast úrokových sadzieb.

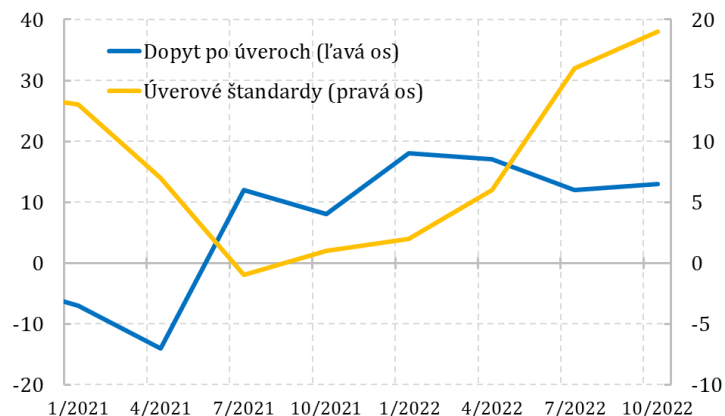
Graf 1: Vývoj indexu finančných podmienok v eurozóne



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: Index podmienok na finančnom trhu zhrňa 22 premenných z kategórií vládnych výnosov, úverových štandardov, dostupnosti likvidity, úrokových sadzieb úverov a nastavenia menovej politiky. Ak sa index nachádza mimo žltého pásma, jedná sa o odchýlku, ktorá sa historicky vyskytuje iba v cca 5% prípadov.

Graf 2: Úverové štandardy pre firmy a ich dopyt po pôžičkách



Zdroj: ECB Bank Lending Survey (BLS).

Poznámka: Kladné číslo čiar znamená, že väčšie percento bánk zaznamenalo nárast dopytu (uťahovanie úverových štandardov) v porovnaní s bankami, ktoré hlásili pokles dopytu (uvoľňovanie úverových štandardov).



Najzadlženejším krajinám rástli rizikové prirážky o niečo rýchlejšie

Krajinám eurozóny, ktoré sú viac zadlžené, stúpili náklady na požičiavanie len o niečo rýchlejšie ako tým s nižším dlhom (graf 3). Jedným z dôvodov môže byť aj pripravenosť ECB zasiahnuť v prípade neželanej fragmentácie pomocou nástroja na ochranu transmisie menovej politiky (TPI) či flexibilných reinvestícií pandemického programu PEPP. Už v momente, keď ECB zvolala mimoriadne zasadnutie a rozhodla sa urýchliť prípravy programu TPI, sa trhy ukľudnili a prirážky zadlžených krajín poklesli (Graf 3, vertikálna prerušovaná čiara). Predpokladá sa, že každé druhé euro novovytvoreného dlhu krajín eurozóny bude dlh Talianska alebo Španielska, čo môže v budúcnosti spôsobiť tlak na zvyšovanie rizikových prirážok na ich vládnych dlhoch. Viacero vlád využilo prostredie nízkych úrokových sadzieb na dlhodobejšie pôžičky a zníženie úrokových nákladov, čo zmierňuje tlak na ich dlhy.



Kam až ECB môže zísť so sadzbami

V kontexte aktuálnej série rozhodnutí o zvyšovaní kľúčových úrokových sadzieb ECB sú čoraz častejšie spomínané pojmy ako neutrálna či terminálna sadzba. Tie nám dokážu priblížiť či aktuálne menovo politické sadzby pôsobia na ekonomiku reštriktívne a aké zvýšenie sadzieb sa očakáva od ECB pri jej snahe vrátiť infláciu naspäť k cieľu.



Neutrálna sadzba ako meradlo nastavenia menovej politiky

Ide vlastne o zlomový bod medzi efektívnym sprísňovaním a uvoľňovaním menovej politiky, a teda si ju môžeme predstaviť ako rovnovážnu mieru. Neutrálna sadzba je nemerateľná, no štatisticky odhadnuteľná a identifikuje úrokovú mieru, ktorú by sme v ekonomike mali vidieť, keď je miera inflácie udržateľne na ciele ECB. Odhady neutrálnej sadzby sa aktuálne podľa trhov nachádzajú niekde v rozpätí medzi 2,1 % až 2,9 %. K tejto neutrálnej sadzbe sa postupne približujeme zospodu (graf 4). Na následné zníženie inflácie naspäť smerom k inflačnému cieľu bude pravdepodobne potrebné dostať sa na úrokové sadzby nad neutrálnymi úrovňami. Ako vysoko to bude, dokáže lepšie priblížiť terminálna sadzba.



Terminálna sadzba nám určuje akúsi cieľovú hranicu, do akej by sa mali v najbližšej dobe kľúčové sadzby zvyšovať

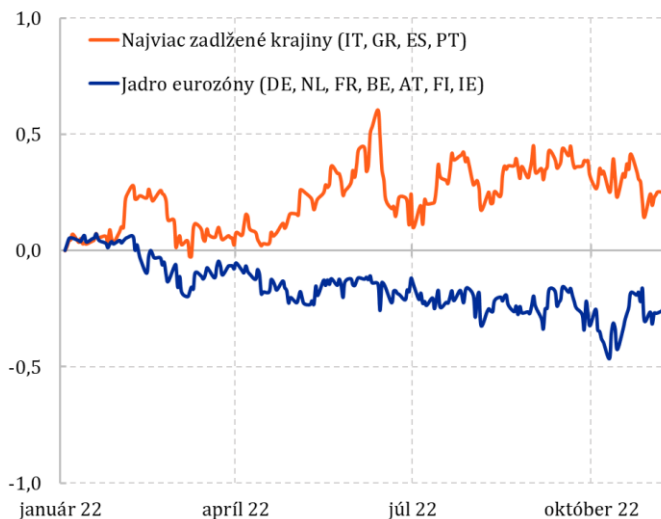
V Poskytuje teda informáciu o tom, aké zvýšenie sadzieb menovej politiky by malo byť potrebné na dosiahnutie inflačného cieľa. Ide teda o úroveň depozitnej sadzby ECB, pri ktorej je pravdepodobné, že inflácia dosiahne svoj dvojpercentný cieľ v požadovanom horizonte. Rovnako ako neutrálna sadzba aj terminálna sadzba je teoretický ukazovateľ, ktorý závisí od dostupných údajov, vrátane vývoja očakávaní. S novými informáciami sa jej hodnota aktualizuje, vďaka čomu dokáže zohľadňovať rôzne zdroje neistoty ohľadom inflačného výhľadu. Okrem toho zohľadňuje aj nastavenie iných nástrojov menovej politiky ovplyvňujúcich súvahu ECB.



Trhy vidia terminálnu sadzbu nad odhadovanou neutrálnou sadzbou

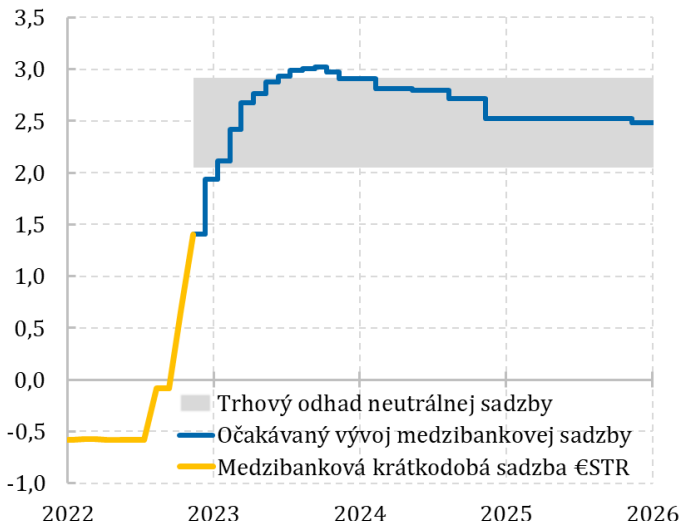
Odhady naznačujú, že je potrebné kumulatívne zvýšenie úrokovvej sadzby o 75 bázických bodov do konca prvého štvrtroka nasledujúceho roka. Tým by sa depozitná sadzba ECB dostala na úroveň 2,25 %. Terminálna sadzba teda v súčasných podmienkach vyžaduje dôraznejšiu menovú politiku. Terminálna sadzba odhadovaná trhmi je o niečo vyššia a nachádza sa mierne nad trhovým odhadom neutrálnej sadzby (graf 4), čo naznačuje, že považujú inflačné tlaky za výraznejšie.

Graf 3: Nárast prirážok benchmarkových 10-ročných dlhopisov krajín eurozóny voči bezrizikovej úrokovej sadzbe (percentuálne body, 0 = január 2022)



Zdroj: Macrobond.
Poznámka: Bezriziková úroková sadzba je definovaná ako tzv. Overnight index swap (OIS) pre eurozónu.

Graf 4: Trhové odhady terminálnej sadzby (nominálna, percentuálne body)



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS.
Poznámka: Trhový odhad budúceho vývoja medzibankovej sadzby (modrá čiara) je vyrátaný z forwardových sadzieb na sadzbu €STR. Trhový odhad neutrálnej sadzby (sivé pásmo) je vyrátaný ako očakávanie trhov ohľadom €STR v dlhom horizonte (o 9 rokov).

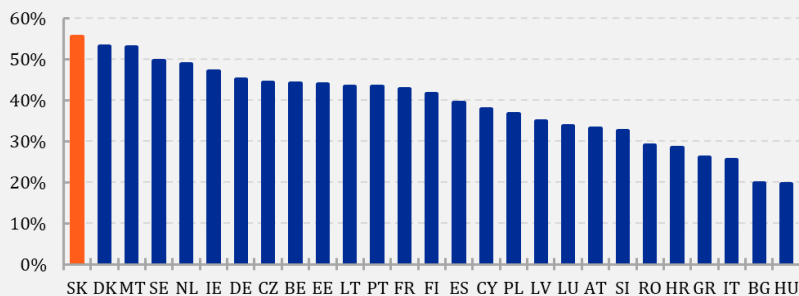
Box: Úroky na hypotekárnych úveroch kopírujú sprísňovanie menovej politiky

Európska centrálna banka v súčasnom procese sprísňovania nastavenia menovej politiky pozorne sleduje prenos úrovne základnej referenčnej sadzby do ďalších úrokových mier v ekonomike. V kontexte financovania súkromného sektora hrajú mimoriadne dôležitú rolu hypotekárne úvery, pričom na Slovensku prekročil v septembri celkový objem poskytnutých úverov na bývanie sumu 40 miliárd eur. V celoeurópskom porovnaní je podiel úverov na bývanie na celkovom úverovaní na Slovensku dokonca najvyšší v EÚ (graf 5), dosahujúc úrovne v okolí 55 %.

Sektor hypotekárnych úverov je tak mimoriadne dôležitý jednak z pohľadu bankového sektora ako aj z pohľadu sektora domácností.

Úroky na hypotekárnych úveroch na Slovensku rastú v poslednom období v súlade s mierou sprísňovania menovej politiky (graf 6). Kým na konci minulého roka dosahovala priemerná úroková miera na Slovensku historicky najnižšie úrovne v okolí 1 %, v súčasnosti sa pohybuje pri úrovni 2,5 %. Tento nárast o 1,5 % je porovnateľný s pohybmi na medzibankovom trhu krátkodobých pôžičiek a súvisí najmä s doterajším a očakávaným vývojom úrokových sadzieb ECB v reakcii na zvýšenú infláciu (predovšetkým depozitnej sadzby). Navyše ešte výraznejší nárast zaznamenali výnosy slovenských štátnych dlhopisov, ktoré v polovici októbra 2022 prekročili 3 %.¹ Úroky na hypotekárnych úveroch síce prekročili priemernú úroveň v eurozóne, do konca minulého roka však patrili k najnižším spomedzi krajín eurozóny.²

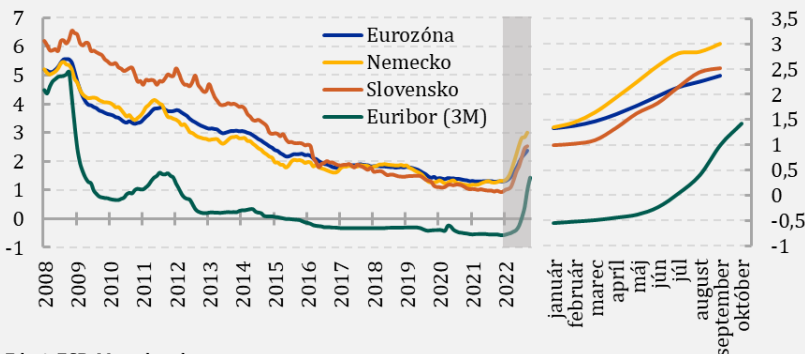
Graf 5: Podiel hypoték na celkovom financovaní súkromného sektora (percentá)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Graf prezentuje podiel hypoték na celkovom úverovaní domácej ekonomiky (úvery a dlhopisy) bánk.

Graf 6: Úrokové miery na nových hypotékach a sadzby centrálnej banky



Zdroj: ECB, Macrobond.

Poznámka: Graf zobrazuje priemerné úrokové miery na nových hypotekárnych úveroch s údajmi po september 2022. Nastavenie menovej politiky je zachytené trojmesačnou sadzbou Euribor.

Podľa najnovšieho prieskumu bánk Bank Lending Survey sú medzi krajinami eurozóny výrazné rozdiely vo vývoji ziskovosti bánk na hypotekárnych úveroch. Veľké množstvo francúzskych a tiež napríklad talianskych bánk totiž deklaruje zníženie marží³ na priemerných a rizikovejších hypotékach. To vysvetľuje pomalší rast úročenia hypoték v týchto krajinách, čo brzdí aj celoeurópsky priemer. Banky v Nemecku a aj na Slovensku naopak hovoria o zvyšovaní marží. V prípade Slovenska ide o posun z relatívne nízkych úrovní a súvisí najmä s nízkou mierou úročenia vkladov.

Z pohľadu dostupnosti úverov na bývanie na Slovensku nepozorujeme v aktuálnom období výraznejšie sprísňovanie. očakávanej Na úrovni eurozóny ochota bánk poskytovať hypotekárne úvery mierne klesá – podľa prieskumov približne 30 % bánk v eurozóne sprísňuje podmienky ich poskytovania už druhý kvartál po sebe. Ako dôvody tohto sprísňovania dostupnosti uvádzajú napríklad banky v Nemecku vyššie vnímanie rizika. Podiel zamietnutých žiadostí o úver v tomto segmente v eurozóne tak vzrástol asi o 0,5 % (z dlhodobého priemeru na úrovni 3 %). Na Slovensku banky v posledných dvoch kvartáloch na rozdiel od bánk v eurozóne vykazujú len mierne sprísňovanie štandardov.

¹ Na Slovensku zaznamenávajú razantný rast aj vládne výnosy. Napríklad 10-ročné dlhopisy mali v septembri výnos na úrovni hypoték s 5 až 10 ročnou fixáciou (2,8%) a v októbri dosiahli úroveň až 3,5%. Na začiatku roka sa pritom obchodovali v blízkosti nuly (minulé FH).

² Prevažná väčšina nových hypotekárnych úverov na Slovensku má fixáciu úrokovej miery na 1 až 5 rokov. V tomto segmente malo koncom roka 2021 nižšiu úrokovú mieru spomedzi krajín eurozóny jedine Portugalsko.

³ Rozdiel medzi úročením úverov a úročením, za ktoré banky získavajú zdroje.

Nástroj na ochranu transmisie menovej politiky (Transmission Protection Instrument – TPI)

Nový nástroj ECB slúžiaci na prípadné potlačenie neopodstatneného, nesystematického vývoja na trhu predstavujúceho vážnu hrozbu pre prenos zmien úrokov ECB do klientskych sadzieb v celej eurozóne. Jednotnosť menovej politiky je základným predpokladom schopnosti ECB plniť svoj mandát – udržiavať cenovú stabilitu. Rozsah nákupov v rámci TPI závisí od závažnosti rizík ohrozujúcich transmisiiu menovej politiky. Nákupy nie sú vopred obmedzené.

Frankfurtské háčky 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“.