



Frankfurtské hárky

január 2025



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

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

Vysoké úspory domácností brzdia oživenie ekonomiky eurozóny

- Hoci kľúčové úrokové sadzby Európskej centrálnej banky (ECB) postupne klesajú, spotrebitelia sa vo výdavkoch stále brzdia
- Mnohým domácnostiam v eurozóne sa splátky hypoték zvýšia po refixácii, sú preto opatrné a viac šetria
- Slabá spotreba domácností spôsobí, že oživenie ekonomiky eurozóny bude iba veľmi postupné



Priemerná domácnosť v eurozóne dnes šetrí viac ako v minulosti

Dôvodov na striedmosť v spotrebe je hneď niekoľko. Jeden z hlavných je, že vysoká inflácia ukrojila z hodnoty úspor aj tým, ktorí sa ich nedotkli. Teraz šetria viac aj preto, aby ich úspory dobehli infláciu. Ani vyhliadky ekonomiky nevnímajú ľudia priaznivo. Spotrebiteľská dôvera je podľa [Európskej komisie](#) naďalej pod svojim dlhodobým priemerom. Navyše mnohí hypotekárni dlžníci majú ešte nízke splátky z obdobia historicky nízkych úrokových sadzieb, no čoskoro si ich budú musieť upraviť podľa súčasných vyšších sadzieb. Dodatočnými úsporami sa pripravujú na tieto ťažšie časy.



Pre mnohé domácnosti rast splátok len príde, aj preto mňajú opatrne

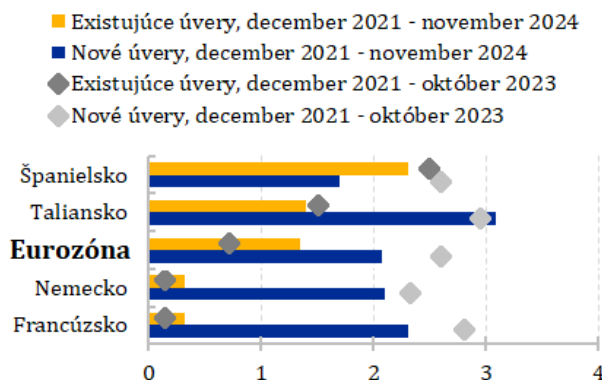
Úrokové sadzby pri mnohých hypotékach už stúpili, no nemalý počet dlžníkov čaká nová, vyššia splátka. Týka sa to tých, ktorí si počas obdobia nízkych sadzieb fixovali svoje úroky na historicky nízkych úrovniach. Napriek pokračujúcemu znižovaniu oficiálnych sadzieb si tak stále väčšina z nich dohodne vyššie splátky ako v minulosti. Podľa [prieskumu očakávaní spotrebiteľov](#) sa to v nasledujúcich troch rokoch dotkne približne 12 % hypoték v eurozóne (graf 2, žltý a červený stĺpec) a až 26 % hypoték do roku 2030.



Väčšie navyšovanie splátok stále čaká dlžníkov v krajinách, kde sa zvyknú fixovať úrokové sadzby na viac rokov

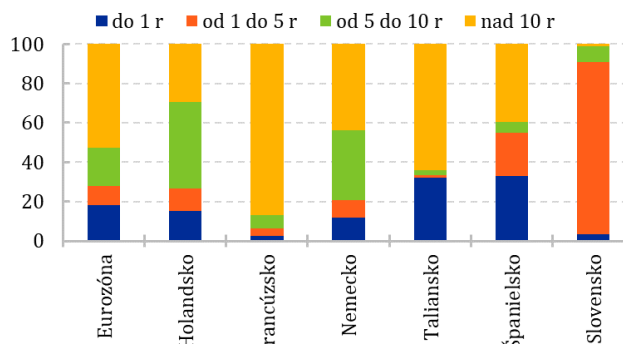
V krajinách, kde sú rozšírené hypotéky s variabilnými úrokovými sadzbami (graf 2, tmavomodré stĺpce), sa väčšina navyšovania sadzieb v rokoch 2022 až 2023 už premietla do splátok existujúcich úverov (graf 1, žlté stĺpce). V Španielsku a Taliansku dokonca už pozorujeme znižovanie priemerných sadzieb na hypotékach. V krajinách ako Nemecko je, naopak, možné očakávať oneskorený vplyv sprísňovania menovej politiky, keďže okolo 15 % dlžníkov bude musieť úrok refixovať do troch rokov. Francúzsko má síce tiež nízky podiel úverov s variabilnou sadzbou, no je bežné, že hypotéky tam majú fixovaný úrok až do konca splatnosti. V takom prípade sa ďalší vplyv menovej politiky neočakáva.

Graf 1: Zmena úročenia úverov na bývanie v porovnaní s decembrom 2021 (p. b.)



Zdroj: Macrobond, výpočty NBS

Graf 2: Podiel dlžníkov podľa toho, o koľko rokov sa im nastaví nová výška splátky (p. b.)



Zdroj: SDW



Zmeny splátok zasiahnu viac obyvateľov Holandska ako ľudí žijúcich v Taliansku

Kým traja z piatich ľudí žijúcich v Holandsku majú nejakú formu hypotéky, iba zhruba každý piaty obyvateľ Nemecka je zaťažený úverom na bývanie (graf 3, zelené a červené stĺpce). Rolu hrajú kultúrne zvyklosti, ale aj rozvinutosť trhov s nájomným bývaním. Kombinácia veľkej rozšírenosti hypoték a pomerne dlhých fixácií úrokov sa v krajinách ako Holandsko prejaví v tom, že značná časť populácie ešte len zažije navýšenie splátok. Naopak, nemecké a talianske domácnosti pocítia vplyv vyšších sadzieb menej, keďže v týchto krajinách je rozšírené vlastníctvo nehnuteľností nezaťažených hypotékou. Celkovo má v eurozóne nejakú formu hypotéky približne 30 % domácností (graf 3, zelené a červené stĺpce). Prenos menovej politiky tak veľmi často pocitujú domácnosti práve pri rozhodnutiach ohľadom úverov na bývanie.



Navyšovanie splátok na hypotékach má významný vplyv na spotrebu

Domácnosti, ktoré čelia vyšším splátkam, musia šetriť inde, poprípade si nájsť ďalšiu pracovnú príležitosť. V prvom prípade to znižuje ich schopnosť míňať na iné tovary a služby. Chudobnejšie domácnosti sú na zvyšovanie úrokov obzvlášť zraniteľné, pretože majú spravidla hypotéky s kratšou dobou fixácie. Často preto, že kratšie fixácie zvyknú mať výhodnejší úrok, avšak za cenu vyššieho rizika precenenia splátok. Svoju rolu hrá aj vyššia finančná gramotnosť dlžníkov s vyšším príjmom, ktorí si v prostredí výhodných úrokových sadzieb ako pred pandémiou častejšie zvyknú zvoliť dlhú fixáciu. Ak zoradíme všetkých dlžníkov podľa príjmu, tak pri najchudobnejšej pätine eurozóny sa do roku 2030 nastaví nová výška splátok až na 45 % objemu hypoték, pri pätine s najvyšším príjmom to bude iba 25 %.



Miera úspor v eurozóne je stále na zvýšených úrovniach

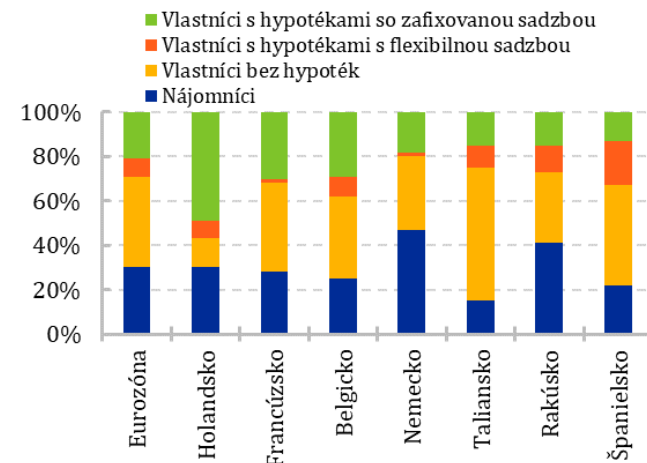
Miera úspor za posledné dva roky narástla o takmer tri percentuálne body nad priemer pred pandémiou (graf 5, modrá čiara). Počas nej si domácnosti našetrili viac, pretože obmedzenia im zmenšili možnosti na míňanie a úlohu zohrali aj obavy a súvisiace šetrenie z dôvodu opatrnosti. Úspory však následne zasiahla vysoká inflácia, ktorá oslabila ich kúpnu silu (graf 4, žltá čiara). Teraz sa domácnosti snažia svoje finančné rezervy obnoviť, k čomu ich motivujú aj vyššie úrokové sadzby, napríklad na termínovaných účtoch. Preto aj keď reálne príjmy v posledných dvoch rokoch vzrástli, mnoho domácností stále uprednostňuje šetrenie pred míňaním. Tento trend je výrazný najmä pre bohatšie domácnosti, ktoré míňajú menšiu časť svojho príjmu, a tým tlmia celkovú spotrebu v ekonomike. Na druhej strane, vysoké úspory môžu byť časom uvoľnené, ak sa obnoví dôvera v ekonomiku a stabilitu trhu.



Spotreba domácností, ktorá je kľúčovým motorom ekonomického rastu, v najbližšej budúcnosti zostane slabá

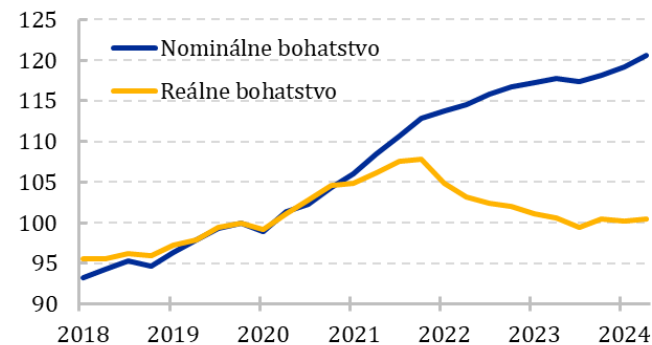
Znížený dopyt zneistúje aj firmy, ktoré si počas slabších časov v menšej miere dovoľia investovať do inovácií či novej výrobnéj kapacity. Napriek tomu existujú pozitívne signály. Podľa [aktuálnej predikcie ECB](#) sa očakáva pokles miery úspor takmer o 16 % na 14,2 % v roku 2027. Aj nové úvery domácnostiam vykazujú náznaky rastu, čo môže pomôcť podporiť spotrebu v nasledujúcich rokoch.

Graf 3: Citlivosť na zmeny úrokov podľa typu bývania



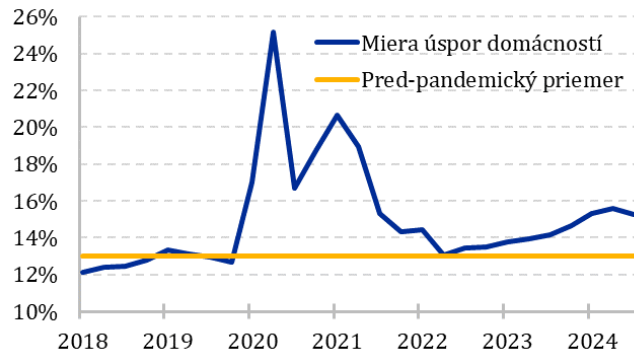
Zdroj: [Prieskumu očakávaní spotrebiteľov](#)

Graf 4: Vývoj nominálneho a reálneho bohatstva domácností v eurozóne (index, 4. Q 2019 = 100)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

Graf 5: Miera úspor domácností eurozóny (%)



Zdroj: Eurostat, výpočty NBS

Box: Ekonomické vyhliadky eurozóny zostávajú oslabené: indikátory naznačujú len opatrný obrat

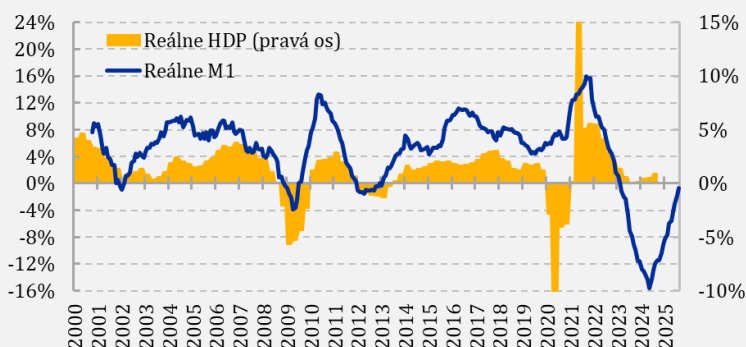
Ohľadom ekonomického rastu v najbližšej dobe panuje značná neistota. Slabšia dôvera v podnikateľský sektor a rastúca neistota ovplyvňujú rast ekonomiky. Významným faktorom je aj situácia v Nemecku, ktoré ako najväčšia krajina eurozóny výrazne ovplyvňuje výkon jej ekonomiky. Nemecký rozsiahly priemyselný sektor je už viac než rok v recesii. Vysoké náklady na energiu, slabnúci dopyt z Ázie a lacnejšia konkurencia z iných trhov naďalej oslabujú jeho výkonnosť. Vonkajšie faktory, ako geopolitické napätie a zmeny v globálnych dodávateľských reťazcoch, tento vývoj ešte viac komplikujú. Pomalý rast HDP je znepokojujúci, pretože má priamy vplyv na zamestnanosť, investície a životnú úroveň obyvateľov. Na lepšie pochopenie budúceho vývoja môžu byť užitočné ekonomické indikátory, ako sú dividendy podnikov v eurozóne a ukazovateľ reálnych peňazí v obehu M1.

Reálna hodnota peňazí, ktoré držíme v hotovosti alebo na netermínovaných vkladových účtoch, posledné roky výrazne klesala, najmä vplyvom inflácie (graf 6, modrá čiara). Aktuálne pozorujeme otočenie tohto trendu, čo môže predpovedať pokračovanie mierneho oživenia. Keďže tento ukazovateľ známy pod označením M1 tvoria hotovosť a bežné netermínované vklady, ktoré ľudia a firmy používajú hlavne na každodenné transakcie, tak jeho vývoj priamo odráža ekonomickú aktivitu. Historicky sa ukázalo, že zmeny v raste M1 často predchádzali zmenám v reálnom HDP s predstihom približne jedného roka. Nejde o to, akou veľkou mierou M1 rastie alebo klesá, ale o momenty, keď sa jeho trend zmení. Tieto "zlomy" môžu signalizovať obraty v ekonomike.

Ako indikátor ekonomického zdravia môžu slúžiť aj dividendy vyplatené firmami. Predstavujú časť zisku, ktorý podniky vyplácajú svojim akcionárom a ich vývoj často odráža stav ekonomiky. Keď ekonomika rastie, podniky majú vyššie zisky, čo umožňuje vyplácať viac dividend. Naopak, pokles dividend zvyčajne signalizuje, že firmy majú hospodárske problémy alebo nižší rast.

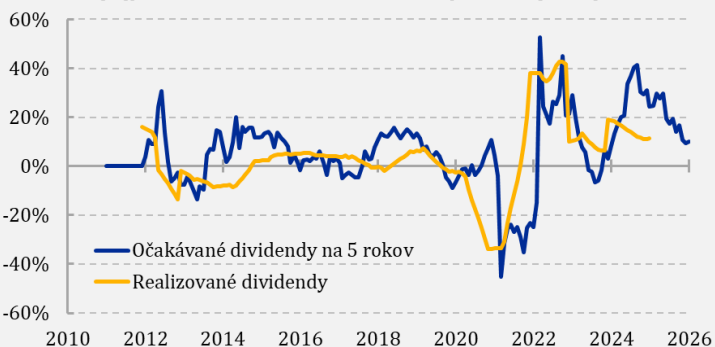
Očakávaný vývoj dividend akciového indexu EURO STOXX 50 na najbližších 5 rokov naznačuje pomalý rast ekonomiky eurozóny v najbližšej dobe (graf 8, modrá čiara). Kým v roku 2023 a prvej polovici 2024 zaznamenali očakávania o vyplatených dividendách nárast, v druhej polovici uplynulého roka sa očakávania výrazne korigovali. Naznačuje to obavy investorov ohľadom zhoršených ekonomických vyhliadok eurozóny. Trhové očakávania budúcich dividend (graf 7, modrá čiara) historicky pomerne presne predpovedali ich skutočný vývoj (graf 7, žltá čiara).

Graf 6: Reálny rast peňažnej zásoby M1 a HDP (medziročné zmeny)



Zdroj: SDW, výpočty NBS

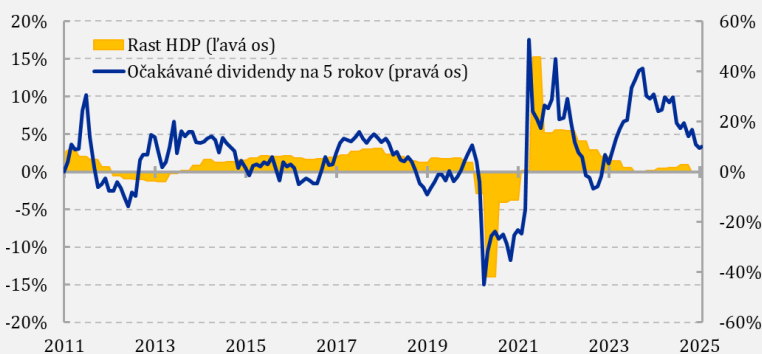
Graf 7: Očakávané dividendy spoľahlivo predpovedajú skutočné dividendy (percentuálna miera rastu za posledný rok)



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Očakávané dividendy sú na časovej osi posunuté o rok dozadu, aby bola zrejma ich predikčná schopnosť do budúcnosti.

Graf 8: Očakávané dividendy predpovedajú utlmený rast HDP (%)



Zdroj: Bloomberg, Eurostat, výpočty NBS

Poznámka: Modrá čiara vyjadruje medziročný rast výšky očakávaných vyplatených dividend počas najbližších 5 rokov.



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