



NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA  
EUROSYSTEM

# ÚVEROVÝ KANÁL NA SLOVENSKU V PROSTREDÍ NEKONVENČNEJ MENOVEJ POLITIKY

ADRIANA LOJSCHOVÁ

VÝSKUMNÁ  
ŠTÚDIA

1/2017



© Národná banka Slovenska  
www.nbs.sk  
Imricha Karvaša 1  
813 25 Bratislava  
  
research@nbs.sk

ISSN 1337-5830

Práca neprešla jazykovou úpravou.

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdii sú názormi autora a nevyjadrujú oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska

Všetky práva vyhradené.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.



## Úverový kanál na Slovensku v prostredí nekonvenčnej menovej politiky<sup>1</sup>

Adriana Lojschová<sup>2</sup>

### Abstrakt

Výskumná štúdia analyzuje úverový kanál na Slovensku v prostredí nekonvenčnej menovej politiky, konkrétne počas kvantitatívneho uvoľňovania (QE). V súčasnosti existuje množstvo štúdií, ktoré potvrdzujú, že QE je účinným prostriedkom na zvýšenie cien aktív, agregátneho dopytu a inflácie, ale je oveľa menej jasné, či kvantitatívne uvoľňovanie pôsobí pozitívne na úverovú aktivitu v danej krajine.

Zisťujeme, že zvýšenie likvidity, resp. zdrojov v bankovom sektore pri kvantitatívnom uvoľňovaní, má pozitívny vplyv na úvery slovenským domácnostiam. Podobný, aj keď kvantitatívne menší, je aj efekt na úvery nefinančným spoločnostiam. Na preskúmanie tohto efektu používame individuálne bankové dáta 26 finančných spoločností, ktoré sú aktívne na Slovensku a predstavujú tak úplné zastúpenie bankového sektora.

**JEL klasifikácia:** E52, G21.

**Kľúčové slová:** úverový kanál, kvantitatívne uvoľňovanie, panelové údaje.

---

<sup>1</sup> Ďakujeme Jane Fedorovej, Jarkovi Fidrmucovi, Pavlovi Gertlerovi, Jozefovi Kalmanovi, Svatoplukovi Kapounekovi, Jánovi Klacsovi, Viktorovi Lintnerovi, Martinovi Šustrovi a účastníkom konferencie "Monetary Policy Challenges from a Small Country Perspective" organizovanej Národnou bankou Slovenska za užitočné pripomienky a diskusiu. Všetky zostávajúce chyby sú naše vlastné.

<sup>2</sup> European Central Bank a Národná banka Slovenska, e-mail: [adriana.lojschova@ecb.europa.eu](mailto:adriana.lojschova@ecb.europa.eu)



## NETECHNICKÉ ZHRNUTIE

Začiatkom roka 2015 spustila ECB program nákupu štátnych dlhopisov členských krajín eurozóny, ktorý sa bežne označuje ako kvantitatívne uvoľňovanie (QE). Tento program koordinuje ECB, ale je vykonávaný decentralizovane, pričom každá národná centrálna banka v rámci eurozóny sa zameriava na svoj domáci trh.<sup>3</sup>

Teoreticky, ak národná centrálna banka nakupuje štátne cenné papiere, buď od komerčnej banky alebo nebankovej inštitúcie, ponecháva tejto inštitúcii dve možnosti ohľadne použitia získaných rezerv. Po prvé, inštitúcia môže použiť tieto zdroje na nákup iných aktív, napr. podnikových dlhopisov, a tým prerozdeliť svoje portfólio (tzv. *portfóliový kanál*). Alebo po druhé, keďže nadbytočné rezervy sú v súčasnosti úročené zápornou úrokovou sadzbou, komerčná banka môže použiť tieto rezervy na zvýšenie úverovej aktivity (tzv. *úverový kanál*). V prostredí malej otvorenej ekonomiky s menej efektívnym kapitálovým trhom – akou Slovensko je – sa tak úverový kanál stáva primárnym prenosovým kanálom kvantitatívneho uvoľňovania. Táto štúdia analyzuje, **či a v akom rozsahu zvýšenie objemu likvidných aktív v bankovom sektore má za následok zvýšenie úverovej aktivity slovenským domácnostiam a firmám.**

Od začiatku spustenia programu do apríla 2017 nakúpili Národná banka Slovenska a ECB 9,3 mld. EUR štátnych dlhopisov, čo predstavuje asi 7,7% národného HDP. Prevažnú väčšinu slovenského vládneho dlhu vlastní banky a menšinu poisťovne a dôchodkové fondy. Na preskúmanie úverového kanálu používame individuálne bankové dáta, ktoré obsahujú podrobné údaje o mesačnej bilancii aktív a pasív, o stave prijatých úverov a vkladov, o výške dohodnutých priemerných úrokových mier a o držbe cenných papierov.<sup>4</sup> Naša vzorka zahŕňa 13 slovenských bánk a 13 pobočiek zahraničných bánk so sídlom na Slovensku a predstavuje tak úplné zastúpenie bankového sektora. Na porovnanie, väčšina empirických štúdií

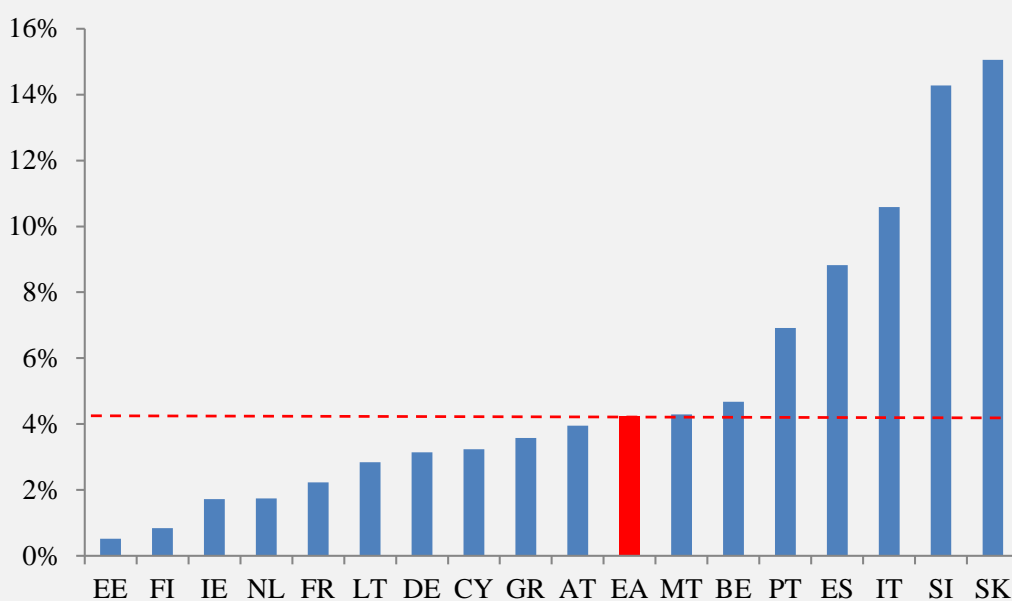
<sup>3</sup> Národné centrálné banky nakupujú štátne dlhopisy so splatnosťou 2 až 30 rokov, ktoré sú denominované v EUR a nachádzajú sa v investičnom pásme. Celkový objem nákupov predstavuje sumu 80 mld. EUR mesačne (resp. v období medzi marcom 2015 a marcom 2016 sa pohyboval na úrovni 60 mld. EUR) a je plánovaný do konca roka 2017, alebo v každom prípade až kým sa inflácia nevráti na úroveň v súlade s cieľom ECB.

<sup>4</sup> Mesačný výkaz o cenných papieroch V86 obsahuje údaje o emitentovi, splatnosti, ISIN kóde, druhu portfólia (držané do splatnosti (HTM), dostupné na predaj (AFS) a držané na obchodovanie (HFT)) a tieto údaje sú dostupné od januára 2012. Ostatné mesačné výkazy použité v tejto štúdií sú k dispozícii od januára 2009.

úverového, resp. portfóliového kanálu pre eurozónu používa údaje len o troch najväčších slovenských bankách.

V medzinárodnom kontexte Slovensko patrí medzi krajiny, kde banky majú najvyššie držby domácich štátnych dlhopisov vo svojom portfóliu. Na porovnanie, priemer eurozóny od spustenia programu je okolo 4%, zatiaľ čo slovenské banky a zahraničné pobočky vlastnia skoro 16% domácich štátnych dlhopisov (graf 1). Ďalším špecifikom slovenských bánk je, že väčšina štátnych dlhopisov je klasifikovaná ako "držba do splatnosti", zatiaľ čo zahraničné pobočky na Slovensku vlastnia väčšinu štátnych dlhopisov "dostupných na predaj", a tak majú väčší priestor na optimalizáciu svojho portfólia.

**Graf 1. Domáce štátne dlhopisy v portfóliu európskych bánk**



Zdroj: vlastný výpočet.

Poznámka: Domáce štátne dlhopisy sú percentuálne vyjadrené k celkovým aktívam bánk v období od spustenia kvantitatívneho uvoľňovania (t.j. od marca 2015).

Keďže národná centrálna banka nákupom týchto dlhopisov zvyšuje objem likvidných aktív v bankovom sektore, táto štúdia sa v prvej časti venuje identifikácii úverového kanálu a v druhej časti sa zaoberá otázkou, ako sa charakter úverového kanála zmenil po spustení QE, t.j. či malo kvantitatívne uvoľňovanie za následok zvýšenie úverovej aktivity na Slovensku. Podľa kreditného pohľadu (credit view) na menovú politiku funguje úverový



transmisný kanál ovplyvňovaním aktív (úverov) a pasív (vkladov) bánk. Teda menová politika okrem zmeny depozít mení hodnotu bankových úverov. Naša analýza nadväzuje na metodiku, ktorú pôvodne navrhli Kashyap a Stein (1994) a skúma vzťah medzi poskytovaním úverov a rastom vkladov pomocou metódy Pooled Mean Group (PMG).

Po prvé zistujeme, že existuje štatisticky významný a pozitívny dlhodobý vzťah medzi úvermi bánk a zmenou v pomere vkladov (t.j. podiel vkladov k celkovým aktívam) nefinančného súkromného sektora. Ďalej poukazujeme na skutočnosť, že tento dlhodobý efekt je takmer dvakrát silnejší v prípade poskytovania úverov domácnostiam ako nefinančným spoločnostiam. Tieto výsledky podporujú prítomnosť úverového kanála na Slovensku.

V tom istom období sa však tiež znížila základná menovo-politická sadzba (MRO), ktorá sa preniesla do zníženia trhových úrokových sadzieb a tiež mohla posilniť úverovú aktivitu bankového sektora na Slovensku. Preto očisťujeme tento vzťah o zníženie úrokových sadzieb, a overujeme stabilitu dlhodobého vzťahu (je štatisticky významný a pozitívny). Taktiež zistujeme, že existuje štatisticky významný a pozitívny dlhodobý vzťah medzi úvermi bánk a zmenou v pomere vkladov, ak zahrnieme do modelu predaj slovenských štátnych dlhopisov jednotlivými bankami ako meradlo v akom rozsahu jednotlivé banky participovali v nákupoch QE. Tento vzťah je štatisticky významný a pozitívny iba pre domácnosti, čo potvrdzuje, že program nákupu aktív poskytol dodatočnú podporu predovšetkým úverom slovenským domácnostiam (tabuľka 1). Nakoľko sa očakáva, že nákupy v rámci tohto programu budú pokračovať do konca roka 2017, táto štúdia poskytuje počiatočné hodnotenie vplyvu programu na slovenský bankový sektor.

**Tabuľka 1. Rast úverov slovenským domácnostiam, nefinančným spoločnostiam a poisťovňiam a dôchodkovým fondom, ak sú zahrnuté nákupy QE**

Sectoral break-down	Lending growth			
	to households (HHs)	to non-financial corporations (NFCs)	to insurance corporation and pension funds (ICPFs)	total
<b>Long run</b>				
Change in Deposit ratio (DR)	0,446*** (0,065)	0,042*** (0,013)	0,022*** (0,032)	0,046*** (0,005)
Change in Capital ratio (CR)	0,144*** (0,012)	-0,202*** (0,049)	-0,553*** (0,104)	0,026** (0,011)
Change in SK govies	0,031*** (0,007)	-0,011 (0,008)	0,084 (0,053)	0,002 (0,001)
<b>Error correction</b>	-0,151* (0,079)	-0,262*** (0,097)	0,266*** (0,080)	-0,129 (0,092)
<b>Short-term dynamics</b>				
Δ Composite lending rate	-0,005 (0,092)	-0,061 (0,162)	0,048 (0,048)	-0,211** (0,080)
<b>Number of Obs.</b>	858	858	704	858
<b>Number of Banks</b>	13	13	13	13
<b>Model selection</b>	ARDL (2,1,1,1)	ARDL (2,2,2,2)	ARDL (3,1,1,1)	ARDL (2,2,2,2)
<b>RMSE</b>	0,160	0,165	0,559	0,140

Poznámka: Tabuľka uvádza odhad rovnice (1) pomocou metódy Pooled Mean Group (PMG). DR predstavuje zmenu v pomere vkladov (vypočítaný ako podiel vkladov k celkovým aktívam), CR je ukazovateľ zmeny kapitálu (vypočítaný ako podiel kapitálu Tier 1 a 2 k rizikovo váženým aktívam). RMSE je root mean squared error. Štandardné chyby sú uvedené v zátvorkách \*\*\*, \*\*, \*a označujú význam na úrovni 1%, 5% a 10%. V odhade sú zahrnuté dve dummy premenné (i) QE dummy premenná, ktorá má hodnotu 0 pred spustením kvantitatívneho uvoľňovania a hodnotu 1 od marca 2015, a (ii) dummy premenná, ktorá súvisí so zmenou legislatívy upravujúcej sankcie za predčasné splatenie hypotéky, majúca hodnotu 0 pred marcom 2016 a 1 do konca vzorky.