



Vývoj na trhoch štátnych dlhopisov a ich reakcia na programy priameho nákupu aktív ECB

Ing. Lucia Kostanjevcová
Národná banka Slovenska

Logickým dôsledkom finančnej krízy bolo narušenie realokačnej schopnosti peňažného trhu a transmisného mechanizmu menovej politiky. V praxi sa nefunkčnosť peňažného trhu prejavovala neochotou bánk s bezproblémovou pozíciou v oblasti likvidity požičiavať prebytočné zdroje subjektom, ktoré trpeli nedostatkom zdrojov. Averzia k riziku narástla do takej miery, že Európska centrálna banka sa postupne stávala jediným možným, resp. dôveryhodným partnerom, čo sa týka refinancovania na jednej strane a sterilizovania na strane druhej. Transmisný mechanizmus bol znefunkčnený a tento stav pretrváva do súčasnosti. Funkcie peňažného trhu na seba čiastočne prevzal dlhopisový trh, a to predovšetkým pri zabezpečovaní refinančných potrieb jednotlivých subjektov. Toto obdobie však bolo len dočasné, narušené prvými prejavmi dlhovej krízy. Z týchto dôvodov považujeme za potrebné zrekapitulovať dôvody a dôsledky tejto situácie.

SITUÁCIA NA ÚROVNI EUROSISTÉMU

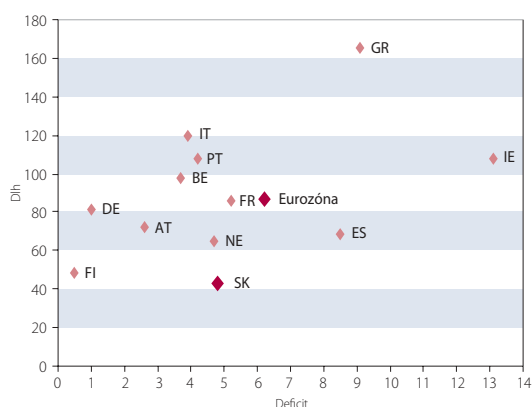
V časoch zavedenia spoločnej meny prevládala názor, že pri jednotnej mene a unifikovanej menovej politike budú dosahovať rovnakú, resp. podobnú úroveň aj výnosy na trhu štátnych dlhopisov v krajinách eurozóny. Táto myšlienka sa však v relatívne krátkom čase ukázala ako nepodložená. Rozdiel bol daný jednak rôznou výkonnosťou ekonomiky, ale hlavne diverzifikovanou fiškálnou politikou a s tým súvisiacou rozdielnou mierou rizikovosti vydaných dlhových nástrojov financujúcich štátny dlh, čo sa prejavilo v pomere deficitu štátneho rozpočtu a verejného dlhu k dosiahnutému HDP. Vyššiu rizikovú prirážku dosahovali úplne logicky tzv. periférne krajiny s vyššou mierou zadlženosti. Rozdiely však neboli také markantné, zreteľnejšie sa začali prehlbovať až v roku 2010, keď sa výraznejšie prejavil vplyv dlhovej krízy.

Na významnom náraste zadlženosti jednotlivých krajín sa výrazne podpísali opatrenia, ktoré jednotlivé krajiny prijímali na odstránenie dôsledkov finančnej krízy, najmä poklesu rastu HDP a nezamestnanosti. Mnohé opatrenia sa použili na stimulovanie dopytu v rôznych oblastiach národného hospodárstva. Vlády na ne vynakladali finančné prostriedky a zvyšovali tak zadlženost jednotlivých ekonomík. Ďalším významným faktorom vplývajúcim na zvýšené nároky na národné rozpočty bola aj potreba rekapitalizácie bánk trpiacich nedostatčným kapitálom.

Ako relevantný nedostatok sa prejavila nedokonalosť kontroly fiškálnej disciplíny štátov eurozóny. Hranice pre túto kontrolu sú v súčasnosti stanovené len ako súčasť maastrichtských kritérií pri vstupe nových krajín. Nazdávame sa, že ponechanie týchto limitov aj po vstupe do eurozóny mohlo výrazne eliminovať dôsledky súčasnej situácie.

Termín „dlhová kríza“ sa od začiatku spájal predovšetkým s Gréckom, keďže jej prvým prejavom v Európe bola neschopnosť Grécka pokrývať svoje finančné potreby prostredníctvom finančných trhov. Neochota investorov požičiavať gréckej vláde sa začala postupne presúvať aj do ostatných tzv. periférnych krajín s vyššou mierou zadlženosti. Tento efekt sa neskôr označoval ako „finančná nákaza“. Nálada veriteľov týchto vlád sa odzrkadlila vo výraznom rozširovaní spreadov dotknutých štátnych dlhopisov oproti referenčným dlhopisom. V periférnych krajinách (a to hlavne v Grécku) to znamenalo také výrazné predraženie finančných zdrojov získaných emitovaním štátnych cenných papierov, že sa neboli schopné financovať prostredníctvom finančných trhov. V máji 2010 preto EÚ a Medzinárodný menový fond poskytli Grécku finančnú výpomoc v sume

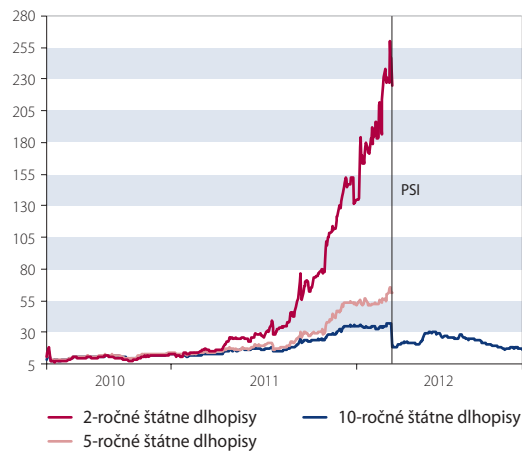
Graf 1 Pomer deficitu a dlhu k HDP v roku 2011 (v %)



Zdroj: Bloomberg.



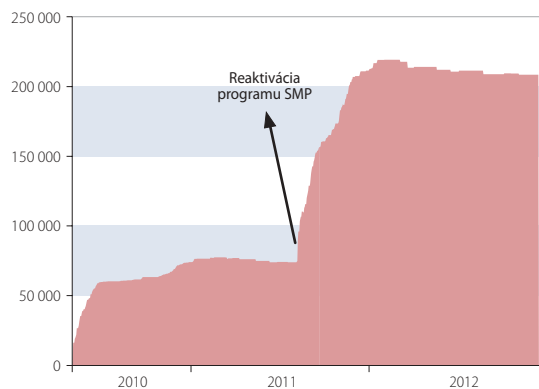
Graf 2 Výnosy referenčných dlhopisov (Grécko)
(v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

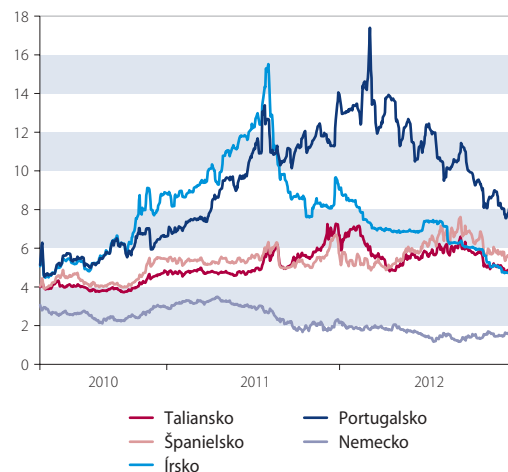
Poznámka: PSI – Private Sector Involvement (zapojenie súkromného sektora do riešenia krízy).

Graf 3 Kumulatívna čistá suma nakúpených štátnych dlhopisov v rámci programu SMP
(v mil. EUR)



Zdroj: ECB.

Graf 4 Výnosy vybraných referenčných 10-ročných dlhopisov (v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

110 mld. EUR, ktorá však bola naviazaná na úsporné opatrenia, ktoré musí grécka vláda v rámci svojej rozpočtovej politiky plniť.

K operatívnym krokom pristúpila aj ECB, ktorá 10. mája 2010 spustila program pre trhy s cennými papiermi (*Securities Markets Programme – SMP*). Cieľom programu bolo formou sekundárnych nákupov štátnych cenných papierov obnoviť fungovanie dlhopisových trhov a ozdraviť transmisný mechanizmus. ECB definovala tento program ako dočasný, s vopred nestanovenou dobou trvania a bez vopred ohlásenej sumy nakúpených aktív.

Keďže cieľom programu bolo podporiť dlhopisový trh a ozdraviť transmisný mechanizmus a nie refinancovať bankový sektor, ECB podporujúca svoj prvotný cieľ – udržiavať cenovú stabilitu, pristúpila k pravidelnému týždennému sterilizovaniu finančných prostriedkov rovnajúcich sa objemu čistých nákupov v rámci programu SMP. Počas roku 2011 došlo niekoľkokrát k situácii, keď sa stanovený objem likvidity dodanej prostredníctvom programu SMP nepodarilo stiahnuť. ECB po prvom prípade nedostatočného dopytu pristúpila k analýze príčin. Nenaplnenie sterilizačného objemu sa však zopakovalo už iba dvakrát, naposledy v novembri 2011. V súčasnosti je vznik podobnej situácie z dôvodu akútneho prebytku likvidity absurdný.

ECB začala program masívnym nákupom dlhopisov, ktoré výrazne stlačili ich výnosy nadol, no neskôr aplikovala tzv. pasívny prístup – realizáciu občasných nákupov v kompetencii národných centrálnych bánk. Aby ECB zvýšila efekt nákupného programu, zmenila koncom roku 2011 pasívny prístup nákupov na tzv. intervenčný.

Počas apríla až júla 2011 ECB nevyvíjala na dlhopisovom trhu žiadnu aktivitu. Spready sa počas tohto obdobia výrazne rozširovali, ovplyvnené vysokou zadlženosťou periférnych krajín, informáciami o neplnení úsporných opatrení, ako aj inými správami ekonomického a politického charakteru. Tento vývoj nastal nielen v krajinách, ktoré čerpali finančnú pomoc (Grécko, Írsko, Portugalsko), ale aj na výrazne väčších trhoch v Taliansku a Španielsku. Na túto situáciu reagovala ECB v auguste 2011 a opätovne začala s intervenčnými nákupmi prostredníctvom programu SMP (často označované ako druhá vlna SMP). Centrálné banky eurozóny boli aktívne v rámci tohto programu až do konca roku 2011. V 1. štvrtroku 2012 efekt programu, spôsobený aj komplikovanou situáciou v Grécku, prudko klesal, a preto ECB pristupovala k intervenčným nákupom už zriedkavo až do absolútneho utlmenia aktivity od marca 2012.

Dôsledky dlhodobej zadlženosti v Grécku a nevyhnutnosť riešiť vzniknutú situáciu iným spôsobom aj po druhej finančnej výpomoci poskytnutej tejto krajine vytlačili výnosy gréckych, ako aj iných periférnych dlhopisov na historické maximá. Táto situácia pretrvávala až do schválenia, resp. realizácie programu zapojenia súkromného sektora do riešenia krízy (*Private Sector Involvement – PSI*) v marci 2012, ktorá konečne finančné trhy upokojila.



Tab. 1 Vybrané ukazovatele krajín eurozóny

	2-ročné štátne dlhopisy		10-ročné štátne dlhopisy		Spread medzi 2-ročnými a 10-ročnými štátnymi dlhopismi	Spread 2-ročných štátnych dlhopisov voči nemeckým štátnym dlhopisom	Spread 10-ročných štátnych dlhopisov voči nemeckým štátnym dlhopisom	5-ročné swapy na kreditné zlyhanie (CDS)	Deficit (% z HDP)	Dlh (% z HDP)
	výnos	zmena oproti 7. 5. 2010	výnos	zmena oproti 7. 5. 2010						
DE	-0,01	-0,54	1,42	-1,38	143	-	-	33	1,0	81,2
FI	0,01	-0,72	1,67	-1,41	166	2	25	29	0,5	48,6
NE	0,06	-0,46	1,68	-1,37	162	6	26	45	4,7	65,2
AT	-0,01	-0,87	1,83	-1,46	184	-1	41	45	2,6	72,2
FR	0,11	-0,60	2,15	-1,00	204	11	73	78	5,2	85,8
BE	0,14	-0,99	2,28	-1,24	214	15	86	78	3,7	98,0
SK	0,73	-1,11	3,05	-0,94	232	74	163	112	4,8	43,3
IT	2,01	-0,37	4,77	0,50	276	202	335	288	3,9	120,1
ES	3,01	0,12	5,65	1,21	264	302	423	320	8,5	68,5
IE	1,32	-3,24	4,35	-1,44	303	133	293	197	13,1	108,2
PT	3,52	-2,52	7,63	1,35	411	353	621	486	4,2	107,8
GR	-	-	16,09	3,64	-	-	1467	-	9,1	165,3

Zdroj: Bloomberg, NBS.

Hoci to nebolo primárnym cieľom, nasledujúce kroky ECB pomohli zvýšiť likviditu na periférnom dlhopisovom trhu. V decembri 2011 a následne vo februári 2012 sa bankový sektor eurozóny refinancoval v ECB prostredníctvom dvoch 3-ročných dlhodobejších refinančných operácií v celkovej sume presahujúcej 1 bilión EUR. Je nepochybné, že tieto prostriedky protistrany čiastočne použili aj na nákup štátnych dlhových aktív (pravdepodobne predovšetkým domácich), čo do určitej miery pôsobilo na stláčanie výnosov periférnych dlhopisov. Paralelne s uskutočnením týchto extrémne dlhých refinančných operácií ECB utlmovala intervencie v rámci programu SMP až do absolútnej pasivity pretrvávajúcej až do oficiálneho ukončenia programu.

K ďalšiemu kroku pristúpila ECB v júli 2012, keď znížila depozitnú úrokovú sadzbu na nulovú úroveň. Výnosy dlhopisov tzv. core krajín po tomto kroku centrálnej banky klesli do záporných hodnôt až po splatnosti tri roky vrátane. Záujem investorov sa preto začal sústreďovať smerom na tzv. semi-core trh, prípadne až na periférny trh, v snahe dosiahnuť aspoň minimálnu úroveň výnosov.

Program SMP bol ukončený na septembrovom zasadnutí Rady guvernérov. ECB zároveň ohlásila nový program priameho nákupu štátnych dlhových aktív so splatnosťou 1 až 3 roky s názvom priame menové transakcie (*Outright Monetary Transactions – OMT*).

Názory trhu na efekt programu SMP nie sú jednoznačné. Jedným z hlavných dôvodov pochybností je s najväčšou pravdepodobnosťou absencia presnejšej kvantifikácie hranice, pri ktorej dochádza k spusteniu intervencií. Za negatívnu stránku programu sa rovnako považuje nedostatočná transparentnosť, keď si trh na jednej strane nebol istý, či pri narastajúcich tlakoch na dlhopisovom trhu ECB na tento trh vstúpi, čo nervozitu

ešte zvyšovalo. Voľnejší rámec programu navyše vytváral priestor pre špekulatívne konanie protistrán zapojených do programu a účasť v programe sa pre ne stala vysoko ziskovou aktivitou. Podľa účastníkov trhu bola nevýhodou aj skutočnosť, že ECB bola na trhu jediným subjektom, ktorý ho mohol svojimi krokmi stabilizovať. Ak by sme však efekt programu SMP chceli posúdiť komplexne, museli by sme prihliadať aj na skutočnosť, že výnosy periférnych dlhopisov by pravdepodobne dosahovali podstatne vyššie úrovne v prípade, ak by program vôbec nebol spustený.

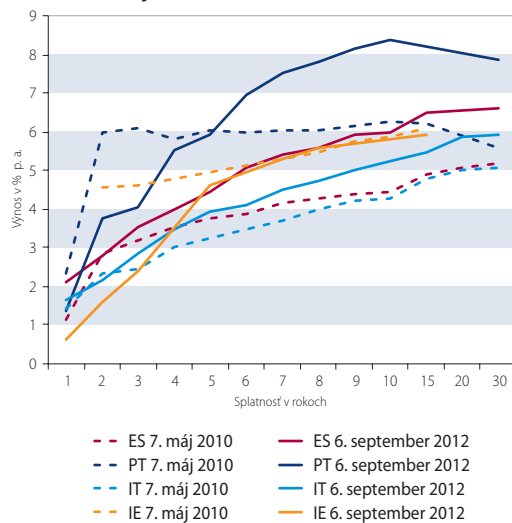
Program OMT sa od programu SMP odlišuje najmä kritériom podmienenosti, týka sa iba štátnych dlhových nástrojov tých krajín, ktoré požiadali EÚ o pomoc, ich dlhopisy budú aj predmetom nákupného programu Európskeho stabilizačného mechanizmu a do pomoci bude zapojený aj MMF. Dôležitá je aj skutočnosť, že pri programe OMT bude stanovená maximálna výška výnosov, pri ktorej prekročení pristúpi ECB k intervenčným nákupom.

Už informácia o novom programe mala na dlhopisové výnosy periférnych krajín pozitívny vplyv, a to nielen jeho priamym vyhlásením na septembrovom zasadnutí, ale aj predchádzajúcimi vyjadreniami ECB, že urobí všetko pre záchranu eura, či konkrétnejším vyjadrením, že pripravuje program nákupu dlhopisov kratších splatností. Na trh priaznivo zapôsobili aj informácie, ktoré naň prenikli ešte pred oficiálnym vyhlásením programu. Pozitívne očakávania trhu spojené s jeho spustením sa spájajú predovšetkým so španielskymi dlhopismi, a to najmä vzhľadom na veľkosť tohto trhu a na pravdepodobnosť dohľadného splnenia jednej z podmienok aktivácie programu, ktorou je žiadosť o finančnú pomoc.

Napriek tomu, že ECB vo svojich vyhláseniach deklarovala, že program OMT je zásadne odlišný



Graf 5 Vybrané výnosové krivky periférnych štátnych dlhopisov pred spustením programu SMP a v čase jeho ukončenia



Zdroj: Bloomberg.

od ukončeného programu SMP, samotná jeho realizácia, ako aj sterilizovanie nakúpeného objemu by mali prebiehať rovnako. Z hľadiska stanovenia podmienok a limitov sa však viacerým účastníkom trhu nastavenie programu OMT javí ako efektívnejšie. Zároveň sa však objavili aj názory, že po spustení tohto programu ECB prestáva byť kvôli podmieňujúcemu aktivovaniu programu nezávislá od fiškálnej politiky. Obidva programy sa však relevantne budú dať porovnať a vyhodnotiť až následne po spustení programu OMT.

ZADLŽENOSŤ SLOVENSKA A SLOVENSKÝ DLHOPISOVÝ TRH

Európska dlhová kríza sa na dlhopisovom trhu Slovenska v jej začiatkoch neprejavila, čo je dané hlavne jeho nízkou likviditou. V roku 2010 Slovenská republika zastúpená Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) bez problémov dokázala prefinancovať historicky najvyššiu hodnotu štátnych finančných potrieb presahujúcu 9 mld. EUR. Na zabezpečenie zahraničných záväzkov ARDAL v tom roku emitovala benchmarkové emisie formou syndikátu, ktoré dopĺňala pravidelnými akciami zameranými predovšetkým na domácich investorov.

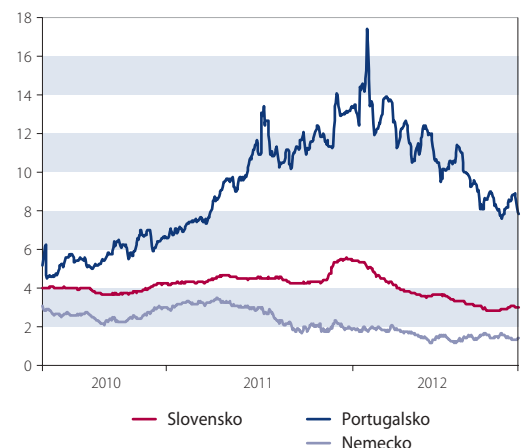
Vážnejšie problémy s prefinancovaním dlhu sa prejavili až posledný štvrtok 2011, keď situáciu

v eurozóne negatívne ovplyvnila predovšetkým neschopnosťou Grécka splácať svoje záväzky. Tlak na výnosy bol v tomto období natoľko silný, že ovplyvnil aj jadrovú časť dlhopisového trhu eurozóny. Na trhu sa dokonca objavili nepotvrdené informácie, že časť emisií emitovaných nemeckou vládou s nenaplneným objemom odkúpila Bundesbanka. Infiltrácia problémov dlhopisového trhu mimo periférie negatívne ovplyvnila aj slovenský dlhopisový trh, ktorý výraznejšie reaguje na pohyby na tzv. core trhu ako na periférnom trhu. Navyše v slovenských podmienkach bol rast dlhopisových výnosov podporovaný ešte informáciami o zavedení bankovej dane. Na vzniknutú situáciu agentúra ARDAL reagovala zrušením aukcií dlhopisov plánovaných v emisnom kalendári do konca roka 2011. Chýbajúce zdroje sa rozhodla nahradit' finančnými prostriedkami získanými operatívnymi emisiami pokladničných poukážok s dobou splatnosti prevažne 3 mesiace.

Keďže zložitý stav na európskom dlhopisovom trhu pokračoval aj v roku 2012, agentúra ARDAL v snahe vyhnúť sa situácii zo záveru predchádzajúceho roka už v prvom polroku pristúpila k získavaniu zdrojov na zahraničných trhoch a emitovala 10-ročnú emisiu denominovanú v amerických dolároch v sume 1,5 mld. USD a objemovo nižšie emisie v českých korunách a švajčiarskych frankoch.

Zdroje získané v cudzích menách boli doplnené jednou emisiou umiestnenou na trh prostredníctvom

Graf 6 Výnosy referenčných 10-ročných dlhopisov (v % p. a.)



Zdroj: Bloomberg, NBS.

Tab. 2 Emisie štátnych dlhopisov SR denominované v cudzej mene v roku 2012

Mena emisie	Suma v denominovanej mene (v mil.)	Originálna lehota splatnosti v rokoch	Kupón v % p. a.	Priemerný výnos dosiahnutý na primárnom trhu v % p. a.
CZK	12 500	3,5	6M PRIBOR + 1,50	-
CHF	325	6	3,35	2,11
CHF	175	10	4,30	2,80
USD	1 500	10	4,375	4,49

Zdroj: ARDAL.



tvom syndikátu, pravidelnými aukciami dlhopisov a štátnych pokladničných poukázok a v prípade dlhových nástrojov s dlhšou dobou splatnosti (15 – 20 rokov) aj priamymi predajmi. Tento postup zabezpečil, že vláda vykryla svoje refinančné potreby už v priebehu 1. polroka 2012 a všetky ďalšie zdroje získané emisiami už boli súčasťou predzásobenia na úhradu záväzkov budúceho obdobia.

Z dôvodu výhodných podmienok na trhu, a to aj napriek prebytku zdrojov v bežnom roku, agentúra ARDAL v novembri umiestnila na trh nový 12-ročný dlhopis v sume 1,25 mld. EUR. Tieto zdroje štát využije na financovanie svojich potrieb v budúcom roku, keď by mali pokryť 15 % jej predbežných refinančných potrieb.

SPÔSOBY ZMIERNENIA DLHOVEJ KRÍZY

Situácia na európskom dlhopisovom trhu sa nachádza v štádiu, ktoré si vyžaduje spoluprácu európskych inštitúcií (program OMT), ako aj štátov eurozóny, resp. EÚ, a to v záujme stabilizácie a eliminácie dôsledkov dlhovej krízy. Dôležitým článkom tejto spolupráce je fiškálna zmluva, na ktorej sa dohodli všetky členské štáty EÚ okrem Veľkej Británie a Českej republiky. Zmluva má prísniť fiškálnu disciplínu a prehĺbiť hospodársku integráciu. Dôležitou súčasťou zmluvy je návrh na

zavedenie dane z finančných transakcií, ktorý do zhruba polovice decembra podporilo 11 krajín.

Po ratifikácii zmluvy vstúpia do platnosti nové pravidlá o vyrovnanom rozpočte a automatický mechanizmus na zavedenie nevyhnutných korekčných opatrení. Podľa týchto pravidiel budú musieť členské štáty v priebehu jedného roka do národných právnych systémov zakomponovať pravidlo o vyrovnanom rozpočte na ústavnej alebo ekvivalentnej úrovni, pričom deficit nebude môcť presiahnuť 0,5 % nominálneho HDP. Kontrolu vyrovnaného rozpočtu bude vykonávať Súdny dvor EÚ. Jeho rozhodnutia budú pritom záväzné a môžu viesť k pokute do výšky 0,1 % HDP, ktorá bude vkladom do Európskeho stabilizačného mechanizmu. Do preambuly zmluvy bol zakotvený aj 60-percentný limit pre verejný dlh.

Jedným z riešení na nadnárodnej úrovni, ako sa vyhnúť predraženému financovaniu štátneho dlhu v periférnych krajinách, by bolo aj emitovanie spoločných dlhopisov eurozóny. Tento krok by významne pomohol odľahčiť národné rozpočty na periférii, keďže výnosy zo spoločných dlhopisov by sa pohybovali na výrazne nižších úrovniach ako momentálne platia za obsluhu štátneho dlhu dotknuté krajiny. Pre tzv. jadrovú časť eurozóny by však bol takýto postup jednoznačne nevýhodný, keďže by naopak predražil jej štátne financovanie.

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o., na január 2013



Názov vzdelávacieho podujatia	Dátum konania
Skúšky sprostredkovateľov – vyšší stupeň	23. 1. 2013
Implementing & Embedding OIS Discounting Across the Business	28. 1. 2013
Skúšky sprostredkovateľov – stredný stupeň	30. 1. 2013