



Záporné úrokové sadzby a ich implikácie

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky na svojom zasadnutí dňa 7. marca rozhodla o ponechaní kľúčových úrokových sadzieb na aktuálnych úrovniach. Napriek tomu, že je situácia momentálne stabilizovaná, podľa trhových analytikov úvahy o možných ďalších nekonvenčných postupoch nezanikli. Jedným z nich sú aj záporné úrokové sadzby, o ktorých sa momentálne medzi účastníkmi trhu a odbornou verejnosťou síce nevedú intenzívne diskusie, ale táto téma zostáva latentne otvorená. Niekoľkými poznámkami sa k tejto problematike vrátíme a ilustrujeme, ako zápornú depozitnú úrokovú sadzbu aplikuje v praxi dánska centrálna banka (Danmarks Nationalbank). Ďalším z dôvodov je aj skutočnosť, že o alternatívne záporných úrokových sadzieb sa podľa trhu uvažovalo v Bank of Japan a Bank of England. Súčasťou článku je aj načrtnutie niektorých alternatív nastavenia záporných menovopolitických sadzieb, konkrétne zápornej depozitnej a hlavnej úrokovej sadzby.

Úvod

Od začiatku finančnej krízy ECB implementovala niekoľko neštandardných opatrení vo výkone operácií menovej politiky. Reagovala tým na stupňujúce sa napätie na peňažnom trhu z dôvodu rastúcej nedôvery medzi bankami navzájom, ktorá sťažila prístup ku zdrojom niektorým rizikovejším subjektom.

Okrem znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB upravovala rámec operácií menovej politiky na stimuláciu poskytovania úverov nefinančným subjektom do reálnej ekonomiky a prekonanie nedôvery medzi účastníkmi na peňažnom trhu. Podľa názoru trhu sa aj napriek poklesu menovopolitických sadzieb na najnižšie úrovne a zavedeniu neštandardných opatrení nepodarilo spomínané zámery úplne naplniť, pretože tieto opatrenia viedli len k stabilizácii situácie. Prekážkou pri naplnení tohto zámeru je zrejme nižší dopyt domácností a nefinančných subjektov po úveroch, zapríčinený rastúcou nezamestnanosťou a zhoršeným výhľadom reálnej ekonomiky. Na strane ponuky je to neochota finančných subjektov podstúpiť zvýšené riziko pri úverovaní v turbulentnom prostredí.

V tejto súvislosti významné centrálny banky uvažovali o zavedení ďalších mimoriadnych opatrení na oživenie obchodnej aktivity na medzibankovom trhu a najmä na stimuláciu ekonomického rastu formou poskytovania úverov do reálnej ekonomiky. Jeden z možných prístupov, uplatnenie záporných úrokových sadzieb na vklady v centrálnej banke, v súčasnosti využíva Danmarks Nationalbank. Vzhľadom na nedávne úvahy vo významných menových autoritách na tému negatívnych úrokových sadzieb chceme upriamiť pozornosť na systém fungovania menovopolitických nástrojov v tejto centrálnej banke vrátane spôsobu, akým sa aplikovali. Navyše chceme rozšíriť našu pozornosť aj na japonskú

centrálnu banku, kde sa podľa trhu uvažovalo o uplatnení zápornej úrokovej sadzby na refinančné aktivity.

ZÁPORNÉ ÚROKOVÉ SADZBY PRI DEPOZITNÝCH OPERÁCIÁCH

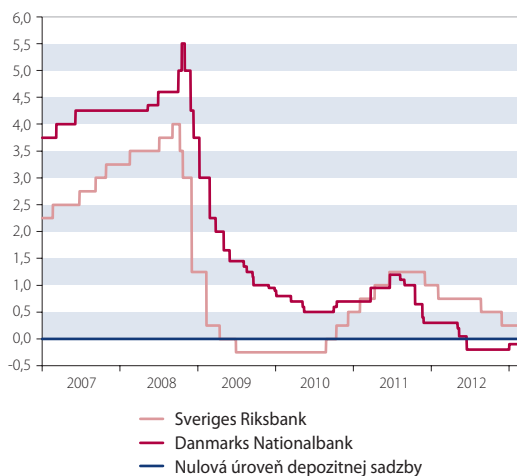
Menové authority (centrálny banky) siahajú po záporných úrokových sadzbách ako krajnom neštandardnom opatrení menovej politiky až po využití ostatných dostupných možností v prípadoch, ak nefungovali predošlé opatrenia v požadovanej miere a nenaplnili pôvodné ciele. Najčastejším dôvodom je nadmerné zhodnotenie výmenného kurzu domácej meny alebo prebytok likvidity, ktorý banky deponujú na účtoch v národných centrálnych bankách. V prvom prípade je snahou menovej authority oslabiť domácu menu (eliminovať nadmerné zhodnotenie) a utlmiť špekulatívne toky kapitálu, ktoré sa negatívne podieľajú na brzdení ekonomického rastu a vytváraní deflačných tlakov. V druhom prípade je zasa snahou podnieť banky, aby voľné prostriedky nedeponovali na účtoch v centrálnej banke, ale použili na poskytovanie úverov nefinančným subjektom do reálnej ekonomiky alebo na obchodovanie na medzibankovom trhu.

DÁNSKA CENTRÁLNA BANKA – ZÁPORNÁ ÚROKOVÁ SADZBA

Podľa našich zistení od začiatku finančnej krízy v roku 2007 pristúpili k implementácii záporných úrokových sadzieb na depozitné operácie dve európske centrálny banky, a to *Sveriges Riksbank* v roku 2009 a *Danmarks Nationalbank* (DNB) v roku 2012. V prípade *Sveriges Riksbank* boli vklady úročené zápornou sadzbou od júla 2009 do septembra 2010, pričom vklady spadajúce pod záporné úročenie boli veľmi nízke. Okrem centrálnych bánk v dávnejšej histórii zaviedli záporné úrokové sadzby aj v komerčnom bankovom sektore. Kon-



Graf 1 Jednodňové depozitné úrokové sadzby vybraných centrálnych bánk (v %)



Zdroj: Bloomberg.

krátne švajčiarske banky v 70. rokoch 20. storočia úročili vklady prijaté od nerezidentov zápornou úrokovou sadzbou. Podľa zverejnených správ sa niektoré komerčné švajčiarske banky opätovne vrátili k úročeniu vkladov vybraných klientov zápornou úrokovou sadzbou.

Nastavenie menovopolitických úrokových sadzieb DNB je naviazané na úroveň kľúčových úrokových sadzieb ECB, pretože spread (rozpätie) medzi nimi vplyva na vývoj výmenného kurzu dánskej koruny voči euru. Akákoľvek výraznejšia odchýlka by spôsobila nežiaducu volatilitu oproti centrálnej parite, ktorú DNB eliminuje menovopolitickými rozhodnutiami alebo intervenciami na devízovom trhu vzhľadom na to, že obchodovanie domácej meny je ohraničené zvoleným úzkym pásmom (2,25%) oproti centrálnej parite v rámci mechanizmu výmenných kurzov ERM 2.

Počas stupňujúceho sa napätia na globálnom finančnom trhu dánska koruna čelila podstatným špekulatívnym tlakom z dôvodu zvýšeného dopytu investorov po bezpečnejších aktívach. DNB na elimináciu nadmerného zhodnotenia domácej meny znižovala menovopolitické sadzby, aby odstránila jej atraktivitu, a taktiež vo výrazných objemoch intervenovala v jej neprospech.

Do záporného pásma (na -0,2%) DNB posunula sterilizačnú úrokovú sadzbu po tom, čo ECB na júlovom zasadnutí v roku 2012 znížila úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií na 0%. Touto sadzbou úročí prebytočné prostriedky z bežných účtov protistrán a sterilizuje prebytok likvidity prostredníctvom tendrov vo forme depozitných certifikátov. O tomto kroku však bol bankový sektor vopred informovaný, keď už vo februári 2012 DNB pripustila možnosť implementovať záporné sadzby, aby tak zabránila nadmernému zhodnoteniu domácej meny voči euru. Okrem indikácie zverejnila na internetovej stránke technický popis zaobchádzania s prípadnými zápornými úrokovými sadzbami s cieľom poskytnúť protistránam dostatok času na prípravu IT systé-

mov a obchodných postupov, aby hladšie zvládli prechod na záporné sadzby.

Po viditeľnom uvoľnení napätia na globálnom finančnom trhu DNB na januárovom zasadnutí v roku 2013 upravila menovopolitické úrokové sadzby, a to sterilizačnú úrokovú sadzbu z -0,2% na -0,1%.

Rámec menovopolitických nástrojov DNB pozostáva z operácií na voľnom trhu a individuálnych limitov na bežných účtoch protistrán. V rámci operácií na voľnom trhu majú akceptovateľné protistrany prístup k refinančným operáciám na dodanie likvidity a k sterilizačnej operácii, prostredníctvom ktorej môžu uložiť voľné prostriedky vo forme 7-dňových depozitných certifikátov. Zmyslom nastavenia individuálnych limitov na bežných účtoch protistrán je zamedziť špekulatívnym tokom na oslabenie dánskej koruny. Ak agregátny stav na bežných účtoch protistrán prevyšuje stanovený agregátny limit, DNB automaticky zníži stav prostriedkov na výšku limitu individuálnej protistrany a prebytočné prostriedky prevedie do depozitných certifikátov. Momentálne sú zápornou úrokovou sadzbou úročené automaticky prebytočné prostriedky z účtov protistrán a v prípade participácie protistrán v sterilizačných tendroch aj 7-dňové depozitné certifikáty.

ZÁPORNÉ ÚROKOVÉ SADZBY PRI DEPOZITNÝCH OPERÁCIÁCH ECB

V prípade eurozóny trhové očakávania, pokiaľ ide o záporné úrokové sadzby, zosilneli po tom, čo ECB v júli 2012 znížila depozitnú sadzbu, čiže úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných operácií na 0%. Tieto úvahy trhových analytikov vyplývali z predpokladu, že akékoľvek zníženie základnej úrokovej sadzby, čiže úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií, by pri zachovaní rozpätia medzi menovopolitickými sadzbami na aktuálnej úrovni 150 bázických bodov automaticky znamenalo posun depozitnej sadzby do záporného pásma. Takémuto kontroverznému kroku sa dá vyhnúť len v prípade, ak by sa zúžilo rozpätie, či už symetricky alebo asymetricky. Pri takejto úprave si treba uvedomiť, že čím je rozpätie užšie, tým viac sú banky demotivované obchodovať na medzibankovom trhu, keďže riziková prémia (trhová úroková sadzba voči základnej úrokovú sadzbe) je v takom prípade minimálna. Na jednej strane môžu viaceré banky nahradiť obstaranie zdrojov na trhu účasťou v refinančných operáciách ECB a na druhej strane ukladajú trhové subjekty nezobchodované prostriedky v ECB. V skutočnosti by tým ECB prevzala na seba v oveľa väčšej miere úlohu sprostredkovateľa medzi subjektmi na medzibankovom trhu. Takáto situácia od vypuknutia krízy už nastala, keď ECB zúžila rozpätie medzi menovopolitickými sadzbami z pôvodného symetrického pásma 200 bázických bodov. V októbri 2008 ho zúžila prechodne (na niekoľkodňové obdobie) asymetricky, hoci následne ho symetricky upravila na 100 bázických bodov. Podľa vyjadrení trhových analytikov tento



uší koridor neprispel k zlepšeniu obchodnej aktivity na nezabezpečenom trhu, ale viedol k viditeľnému nárastu čerpania zdrojov z ECB na jednej strane a zároveň k sterilizácii značných prebytkov likvidity v ECB. Úrokový koridor s týmto rozsahom medzi menovopolitickými sadzbami zostal len do januára 2009, keď ho ECB podľa trhu po posúdení negatívnych efektov vrátila do pôvodného symetrického rozpätia 200 bázických bodov. Ak by ECB ponechala rozpätie na štandardnej úrovni 200 bázických bodov, už v máji 2009 by sa bola znížila sadzba na depozitné operácie na 0 %. Tomuto kroku sa zrejme chcela vyhnúť, preto radšej pristúpila k opätovnému zúženiu koridoru na 150 bázických bodov.

Podľa názorov trhu je zúženie koridoru snažiace sa o zotavenie obchodnej aktivity na medzibankovom trhu v skutočnosti kontraproduktívne, pretože prehĺbi existujúce problémy a oddiali oživenie trhu. V tejto súvislosti je potom vhodné zdôrazniť minimálne momentálny presun obchodnej aktivity v rámci peňažného trhu z nezabezpečeného trhu smerom k zabezpečenému, ktorý počas krízy získaval na význame a stal sa segmentom s najväčšou obchodnou aktivitou. Návrat obchodnej aktivity do pôvodného stavu (pred krízou) na nezabezpečenom trhu nepredpokladajú zatiaľ ani viacerí účastníci trhu. Šírka koridoru vplyva aj na vývoj trhových úrokových sadzieb, ktoré sa pod vplyvom naakumulovaného prebytku likvidity odvíjajú skôr od úrovne depozitnej sadzby na rozdiel od štandardných podmienok, keď zvykli závisieť predovšetkým od úrovne základnej úrokovej sadzby, v okolí ktorej sa obchodovali najkratšie depozitá na nezabezpečenom peňažnom trhu.

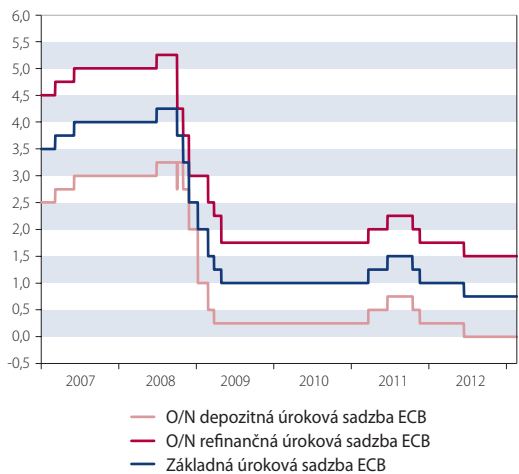
Implementácia zápornej úrokovej sadzby na depozitné operácie má podľa trhu zmysel len v prípade súčasného zavedenia sankčnej úrokovej sadzby na prebytočné rezervy v rovnakej výške, aby sa banky eurozóny nemohli vyhnúť sankciám za deponovanie prebytočných prostriedkov. Takéto nastavenie však podľa niektorých analytikov vytvára teoretickú otázku o zmysluplnosti depozitných operácií. V niektorých prípadoch by proti ich dočasnému vyňatiu z rámca operácií na voľnom trhu boli povinnosti niektorých bánk eurozóny dané regulátormi, ktorí rozdielne posudzujú deponovanie voľných prostriedkov v ECB.

V súčasnosti akútnosť implementovať záporné sadzby na depozitné operácie zoslabujú vyjadrenia predstaviteľov ECB, podľa ktorých je to nepreskúmaná agenda a uvedomujú si najmä viaceré možné negatívne dôsledky pre finančný trh, ale aj reálnu ekonomiku. Podobne na prípadné riziká upozorňujú aj účastníci trhu, ktorí sú vzhľadom na problémy na strane dopytu, ale aj ponuky (skôr spomínané v úvode článku) skeptickí, pokiaľ ide o účinnosť záporných menovopolitických sadzieb.

ZÁPORNÁ ZÁKLADNÁ ÚROKOVÁ SADZBA ECB

Podľa trhových analytikov by najkontroverznejším opatrením bolo implementovanie zápornej sadzby v prípade základnej úrokovej sadzby, čiže

Graf 2 Menovopolitické úrokové sadzby ECB (v %)



Zdroj: Bloomberg a ECB.

úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií, za ktorú ECB poskytuje bankám refinančné zdroje na pokrytie potreby likvidity. Takéto opatrenie síce znie na prvý pohľad absurdne, keďže by banky pri splatnosti refinančného tendra vrátili nižšiu sumu, než si pôvodne požičali, pretože rozdiel tvoria záporné úroky. Podľa nich je preto potrebné takýto postup vnímať v kontexte zavedenia zápornej sadzby na depozitné operácie a súčasnej penalizácie prebytočných rezerv. O takejto alternatíve podľa zverejnených správ uvažovali v Japonsku, s cieľom podporiť zotavenie dlhodobo stagnujúcej domácej ekonomiky.

Takéto refinancovanie (napr. -0,25 %) sa zdá byť na prvý pohľad výnosným, ale pri zavedení zápornej sadzby na depozitné operácie (napr. -1 %) a súčasnom uplatnení sankcií na prebytočné rezervy (napr. -1 %) by banka v prípade nepoužitia čerpaných prostriedkov stratila počiatočnú výhodu a dostala by sa do úrokovej straty po deponovaní či už na bežnom účte, alebo formou depozitnej operácie počas viac ako polovice z dĺžky splatnosti požičaných zdrojov z ECB. Len na porovnanie, ak v rámci súčasného modelu banka zdroje získané z ECB nepoužije a ponechá ich na bežnom účte alebo využije možnosť jednodňovej sterilizačnej operácie, stráca úrokový rozdiel 75 bázických bodov. V prípade modelu záporných sadzieb by bol konečný efekt rovnaký, úroková strata 75 bázických bodov.

Väčšina analytikov vníma zmysel záporných refinančných sadzieb skôr v podobe stimulácie účelového čerpania zdrojov z centrálnych bánk a minimalizácie špekulatívnych motívov. Podľa nich by sa tým podarilo eliminovať použitie získaných prostriedkov najmä na investície do bankových, podnikových alebo štátnych cenných papierov. Napriek tomu, že uskutočnené ročné a trojročné tendre neprispeli k zotaveniu či ekonomickej aktivite alebo aktivite na medzibankovom trhu, podľa trhových analytikov podporili stabilizáciu napätej situácie na medzibankovom trhu.