



# Frankfurtské hárky

máj 2021



NÁRODNÁ  
BANKA  
SLOVENSKA  
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

## ECB naďalej podporuje priaznivé podmienky financovania

ECB znovu potvrdila odhodlanie udržiavať priaznivé podmienky financovania. Svojou komunikáciou a navýšením tempa nákupu vládnych dlhopisov pomohla stabilizovať nominálne úrokové sadzby na nízkych hladinách. Meniace sa inflačné očakávania sa potom premietli do poklesu reálnych výnosov. Rastúca pravdepodobnosť mierne rýchlejšieho rastu cien odzrkadľuje silnejúcu globálnu ekonomiku, podporenú fiškálnymi opatreniami na oboch stranách Atlantiku. Dobré nálady živí aj šanca, že ľudia začnú míňať aspoň časť nahromadených „pandemických“ úspor. Už od začiatku krízy pomáha ECB podnikom a domácnostiam formou zlacnenia pôžičiek pre komerčné banky. Tie potom poskytujú výhodnejšie úvery, ktoré aj slovenským firmám umožnili nielen prežiť najťažšie chvíle, ale aj financovať niektoré nové projekty.



### Pandémia si vyžaduje udržiavať uvoľnenú menovú politiku dlhšie obdobie

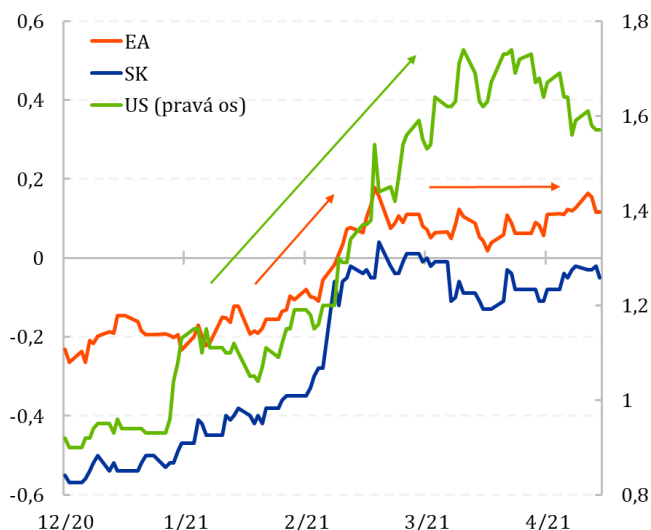
Od začiatku pandémie ECB svojou menovou politikou výrazne podporila ekonomiku a stabilitu finančných trhov. Svojimi opatreniami zabránila tomu, aby sa zdravotná kríza zmenila na krízu finančnú. Začiatok vakcinácie na sklonku roka 2020 výrazne zmiernil neistotu, avšak predikcie naznačovali, že návrat k „normálu“ nebude rýchly. V čase decembrového zasadnutia Rady guvernérov bola menová politika značne uvoľnená, výnosy z vládnych dlhopisov boli záporné a historicky najnižšie. [Výhodné úročenie](#) bolo dostupné aj pri bankových úveroch. Existovali však obavy, že prípadné predčasné sprísnenie menových podmienok začiatkom tohto roka by mohlo spomaliť návrat inflácie smerom k cieľu. S týmto zámerom Rada guvernérov v decembri pristúpila k navýšeniu [núdzového pandemického programu nákupu aktív \(PEPP\)](#) a predĺženiu jeho časového horizontu. Súčasne sa počas tohto dlhšieho obdobia zaviazala udržiavať priaznivé podmienky financovania.



### Rast výnosov dlhopisov v USA ovplyvnil aj trhy eurozóny

Od decembrového zasadnutia Rady guvernérov výnosy dlhopisov globálne rástli, najmä v reakcii na zvyšovanie výnosov v USA. Tie reagovali na optimistický ekonomický výhľad a riziko vyššej inflácie, podporené plánovanými fiškálnymi stimulmi a výrazným pokrokom v očkovaní. Eurozóna zaostávala v oboch smeroch. Výhľad ekonomického a inflačného vývoja podľa [marcovej predikcie odborníkov ECB](#) sa v porovnaní s decembrom viac-menej nezmenil. Na konci predikčného horizontu v roku 2023 sa naďalej očakáva inflácia len na úrovni 1,4%. Napriek tomu aj v eurozóne výnosy z dlhopisov rástli ([graf 1](#)), rovnako ťahané predovšetkým inflačným rizikom. Tie pravdepodobne odrážali stále sa zvyšujúce ceny energetických, ale aj neenergetických komodít. Naznačujú to prieskumy týkajúce sa predajných cien v jednotlivých odvetviach ([graf 2](#)). K rastu inflačných očakávaní mohla prispieť aj [plánovaná podpora z rozpočtu EÚ](#), ako aj prípadné predpoklady trhu o použití nahromadených „pandemických“ úspor domácností na spotrebu.

Graf 1: Výnosy z 10-ročných dlhopisov (%)



Zdroj: Macrobond



## V prostredí nepriaznivej pandemickej situácie predstavovali vyššie výnosy potenciálne riziko

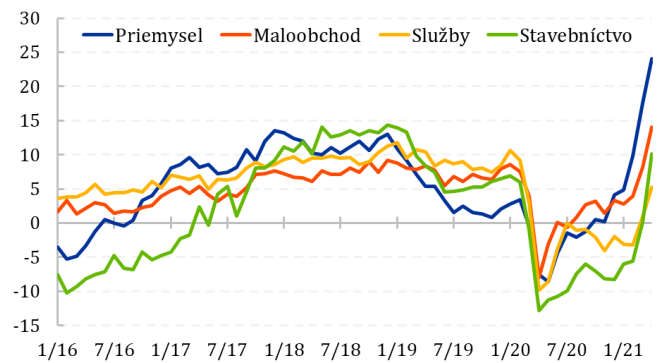
Krátkodobý ekonomický výhľad ohrozujú mutácie vírusu, nepriaznivá zdravotná situácia a s ňou súvisiace opatrenia. V tomto prostredí predstavoval rast výnosov z dlhopisov riziko pre udržanie priaznivých podmienok financovania a obnovu hospodárstva. Kým v USA, kde členovia federálneho výboru pre operácie na voľnom trhu očakávajú infláciu v najbližších rokoch na úrovni 2%, alebo mierne nad touto úrovňou, v eurozóne je výhľad inflácie výrazne pod cieľom.



## Dočasné zrýchlenie nákupov v rámci PEPP stabilizovalo výnosy a podporilo priaznivé podmienky financovania

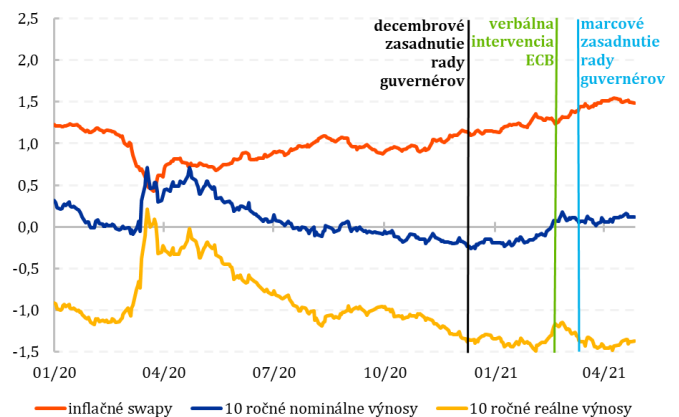
ECB na svojom marcovom zasadnutí preto rozhodla o výraznejšom zrýchlení nákupov v rámci PEPP v druhom štvrtroku. Toto rozhodnutie pomohlo stabilizovať nominálne výnosy dlhopisov. To sa prejavilo aj vo vývoji výnosov slovenských dlhopisov (graf 1) a podmienky financovania slovenského štátneho dlhu tak zostávajú priaznivé. Kým v USA výnosy aj v marci rástli, v eurozóne sa stabilizovali (graf 1). Pri pokračujúcom raste inflačných rizík reálne výnosy z dlhopisov dokonca poklesli (graf 3) a sú na historických minimách. Marcovému menovo-politickému rozhodnutiu predchádzalo verbálne upozornenie ECB, že pozorne sleduje výnosy dlhopisov a ich dopad na podmienky financovania. Samotné rozhodnutie o zrýchlení nákupov tak potvrdilo toto stanovisko a prispelo k plneniu záväzku udržiavania priaznivých podmienok financovania.

**Graf 2: Cenové očakávania na najbližšie mesiace (saldo odpovedí v %)**



Zdroj: Macrobond, prieskumy Európskej komisie

**Graf 3: Nominálne a reálne výnosy 10-ročných vládných dlhopisov v eurozóne a trhové inflačné očakávania (%)**



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Reálne výnosy dlhopisov sú vypočítané ako rozdiel medzi nominálnymi výnosmi a inflačnými očakávaniami. Ako komponent trhových inflačných očakávaní bol použitý 10-ročný eurový inflačný swap s nulovým kupónom.

## TLTRO III aj na Slovensku prispeli k lacnejším úverom

**Dlhodobé ciele refinačné operácie (TLTRO) majú za cieľ podporiť komerčné banky poskytovať úvery firmám a spotrebné úvery domácnostiam.** Firmy a domácnosti aj napriek zníženým príjmom počas pandémie naďalej potrebujú financovať nevyhnutné výdavky. Neistota a výkyvy na finančných trhoch zároveň spôsobili dočasne zvýšené náklady financovania pre firmy, na čo reagovala ECB viacerými neštandardnými nástrojmi vrátane rozšírenia TLTRO<sup>1</sup>.

**Upravené podmienky TLTRO III umožňujú bankám požičať si za úrokovú sadzbu až -1 %<sup>2</sup>.** Aby túto historicky najnižšiu sadzbu banky získali, musia udržať, prípadne zvýšiť objem celkových úverov. Týmto ECB motivuje komerčné banky k úverovaniu firiem a domácností. Poskytnutie zápornej sadzby zároveň znamená, že banky dostávajú peniaze za to, že si požičiavajú od [Eurosystému](#).

**Z prieskumu ECB vyplýva, že najčastejším motívom za minulou, súčasťou aj budúcou účasťou európskych aj slovenských bánk na operáciách TLTRO III je zvýšenie ziskovosti.** Tá je dlhodobo potláčaná politikou záporných úrokových sadzieb a v súčasnosti aj pandémiou koronavírusu. Banky tieto hotovostné peňažné prostriedky (tzv. likviditu) [ukladajú v rámci Eurosystému](#) za vyšší úrok oproti pôžičke z TLTRO III, čo im umožňuje zarobiť na rozdieli týchto sadzieb. To zároveň prospieva aj celej ekonomike vo forme dostupnejších úverov, keďže na získanie najvýhodnejšej sadzby musia banky udržať objem úverovania. Za predpokladu, že si banky neponechajú celý zisk z operácií TLTRO III, môže konkurenčný boj zabezpečiť lacnejšie pôžičky pre firmy a domácnosti.

**Získané zdroje banky podľa vlastných slov využívajú najmä za účelom poskytovania úverov nefinančným spoločnostiam.** Približne 25 % bánk v eurozóne uviedlo, že vďaka programu znížili sadzby na poskytovaných úveroch pre

<sup>1</sup> Rekalibráciu pôvodného programu TLTRO III v priebehu roka 2020 sa zvýšila maximálna suma, ktorú si banky môžu v rámci operácií požičať. Znížila sa zároveň úroková sadzba, za ktorú banky mohli dané zdroje získať.

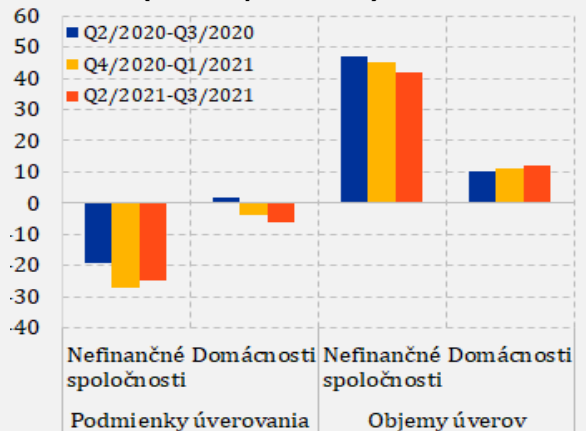
<sup>2</sup> Jednotlivé zúčastnené banky v tomto období ešte nepoznajú výslednú sadzbu, za ktorú si požičali. V prípade nenaplnenia daných podmienok, si v rámci TLTRO III môžu požičať maximálne za -0,5 %, v období od júna 2020 do júna 2022 a od júna 2022 do splatnosti to môže byť až 0,0%, za predpokladu nezmenených kľúčových úrokových sadzieb ECB.

nefinančné spoločnosti. Pri sadzbách však zároveň hrá veľkú úlohu konkurenčný boj, ktorý mohol tiež predstavovať negatívny tlak na vývoj sadzieb. Ďalším faktorom mohli byť rôzne opatrenia vlád krajín eurozóny, ktoré sa snažili podporiť úverovú aktivitu. Viac ako 40 % bánk v eurozóne zároveň uviedlo, že navyšovali aj objemy poskytnutých pôžičiek. V prípade úverov pre domácnosti výrazný efekt neuvádzajú (graf 4).

### Zlepšená ziskovosť a finančná pozícia slovenských bánk vďaka TLTRO III prispeli k poskytovaniu výhodných úverov v časoch pandémie.

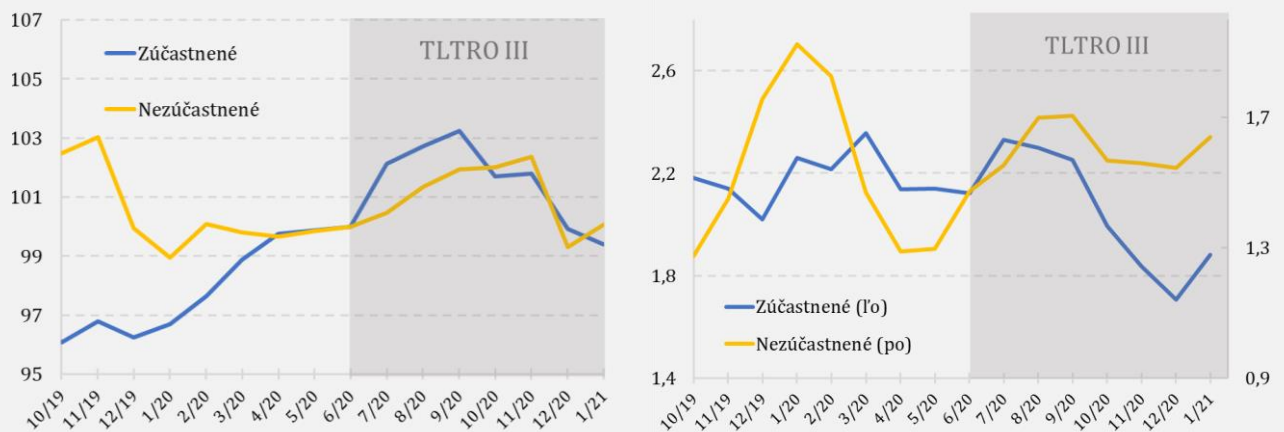
Na tento účel slúžili nielen prostriedky z TLTRO III, ale aj štátne garancie, ktoré tiež mohli prispieť k výhodnejším sadzbám na úveroch. Úroky na úveroch nefinančným spoločnostiam sa tak napriek pandemií navyšovali u bánk, ktoré sa do TLTRO III zapojili (graf 5, pravá časť). Koncom minulého roka dokonca ich sadzby klesali. Naopak, banky, ktoré sa do TLTRO III nezapojili, zaznamenali v priemere mierne navýšenie sadzieb na úveroch pre nefinančné spoločnosti. Prakticky žiaden rozdiel nepozorujeme v objeme poskytovaných úverov nefinančným spoločnostiam. V dobe, kedy banky mali dostupné financovanie aj pred pandemiou, to nie je veľké prekvapenie a objem úverov je skôr daný veľkosťou dopytu po nich. Tak zúčastnené ako aj nezúčastnené banky v operáciách TLTRO III zaznamenali mierny nárast úverovania v polovici roka, aby ku jeho koncu poklesli na predkrízové úrovne (graf 5, ľavá časť).

**Graf 4: Vplyv TLTRO III na úverovanie bánk v eurozóne (saldo odpovedí v %)**



Zdroj: ECB Bank Lending Survey (Q1 2021, Q3 2020)  
Poznámka: Stĺpce zobrazujú rozdiel percentuálneho podielu bánk, ktoré hlásia zvýšenie objemov/sadzieb a bánk, ktoré hlásia zníženie objemov/sadzieb z dôvodu TLTRO III.

**Graf 5: Vývoj objemov (ľavý graf, index, 100=jún 2020) a sadzieb (pravý graf, 3-mesačný kĺzavý priemer) úverov pre nefinančné spoločnosti na Slovensku**



Zdroj: NBS



### Inflačný swap s nulovým kupónom (EUR Inflation Swap Zero Coupon)

Inflačný swap je finančný nástroj, z ktorého sa dá vyjadriť očakávanie trhu v oblasti budúcej inflácie. Používa sa na presunutie inflačného rizika medzi zúčastnenými stranami. Pri inflačnom swape s nulovým kupónom sa uskutoční len jedna platba pri splatnosti, kde jedna strana platí fixnú úrokovú sadzbu z objemu, na ktorý sa swap vzťahuje, kým druhá strana platí pohyblivú úrokovú sadzbu, ktorá sa odvodí od inflačného indexu. V prípade 10-ročného swapu jeho sadzba predstavuje očakávanú infláciu v priebehu nasledujúcich 10-tich rokov.

### Vklady bánk v rámci Eurosystemu

Banky a finančné inštitúcie si prebytočnú hotovosť môžu ukladať na svojich bežných účtoch v národnej centrálnej banke. Tá tak plní funkciu akejsi banky pre komerčné banky. Na bežných účtoch sa bankám úročia vklady sadzbou -0,5 %. Alternatívne si banky môžu ukladať hotovosť na tzv. [jednodňové sterilizačné operácie](#), kde sa im vklady úročia rovnako sadzbou -0,5 %. Výnimkou sú [povinné minimálne rezervy](#) a vklady v rámci [dvojúrovňového úročenia nadbytočnej likvidity](#), ktoré sú úročené sadzbou 0 %. Systém negatívnych sadzieb znižuje ziskovosť bánk, keďže musia za uložené prostriedky platiť namiesto toho, aby sa im úročili. Aby bolo pre banky výhodné žiadať o dodatočnú hotovosť z TLTRO III a požičovať ekonomike, museli byť sadzby v rámci TLTRO III ešte atraktívnejšie ako už aj tak záporné úroky na bežnom účte.

### Eurosystem

Národné centrálné banky členských štátov eurozóny tvoria spolu s ECB tzv. Eurosystem. Jeho primárnym cieľom je udržiavanie cenovej stability prostredníctvom nástrojov menovej politiky, kam patrí aj TLTRO III. Medzi ďalšie úlohy Eurosystemu patrí vykonávanie operácií so zahraničnými menami, správa rezerv členských štátov Eurozóny či zabezpečenie hladkého fungovania platobných systémov.



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“.