



Frankfurtské hárky

január 2022



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Pandemický program nákupu aktív vchádza do poslednej etapy

- Rada Guvernérov ECB rozhodla o ukončení čistých nákupov prostredníctvom núdzového programu nákupov aktív (PEPP) v súlade s pôvodným plánom k marcu 2022.
- PEPP splnil stanovené ciele - pomohol posunúť inflačný vývoj bližšie k cieľu ECB, podporil ekonomiku a pomohol zachovať priaznivé podmienky financovania pre firmy a domácnosti.
- Aj vládam vznikol priestor pomáhať ekonomike vďaka udržaniu nízkych nákladov financovania verejného dlhu – výnosy slovenských štátnych dlhopisov zaznamenali jeden z najväčších poklesov v rámci eurozóny po oznámení PEPP.
- ECB nezostala ani počas pandemickej krízy bezmocná v otázke podpory ekonomiky.
- Odhady tzv. tieňovej úrokovej sadzby ostali na začiatku koronakrízy stabilizované na výrazne záporných hodnotách aj vďaka ďalšiemu stimulu od ECB vo forme PEPP.



Neštandardná situácia si vyžiadala neštandardné opatrenia

Príchod pandémie na začiatku roku 2020 otriasol svetovými ekonomikami a finančnými trhmi. Pandémia bola veľkou neznámou. Bolo ťažké odhadnúť, aký dopad bude mať na ekonomiku. Obrovská miera neistoty vyvolala potrebu razantnej reakcie ekonomických politík. Včasné zaradenie Núdzového pandemického nákupu aktív ([PEPP – Pandemic emergency purchase programme](#)) medzi nástroje ECB výrazne napomohlo utlmiť obavy trhov a obmedziť výpadky ekonomickej výkonnosti eurozóny. Celková obálka nákupov v rámci tohto programu bola postupne zvyšovaná až na 1 850 miliárd EUR.



Pandémia ohrozila fungovanie menovej politiky a predstavovala značné riziko, že inflácia výraznejšie poklesne.

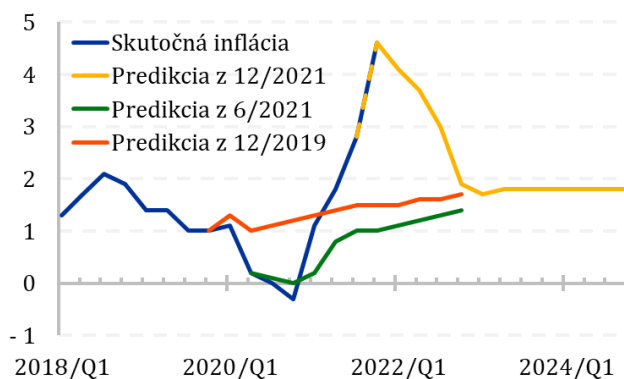
Pandémia výrazne znížila mobilitu, zatvárali sa výrobné prevádzky, a aktivita niektorých služieb takmer úplne zamrzla. Vzrástla neistota, zvýšila sa nezamestnanosť a spotrebiteľský dopyt sa prepadol. Inflácia sa už pred krízou nachádzala výrazne pod cieľom ECB. Za týchto okolností hrozilo, že sa miera inflácie nevráti ani len na úrovne očakávané pred krízou. V tom období to bol základný scenár spoločnej predikcie ECB a národných centrálnych bánk eurozóny. Predikcia inflácie z júna 2020 sa v porovnaní s decembrovou predikciou predchádzajúceho roka znížila (**graf 1**).



PEPP splnil očakávania

PEPP pomohol zmierniť dopad pandémie na ekonomickú aktivitu, podporil fungovanie mechanizmov menovej politiky a posunul výhľad inflácie bližšie k cieľu. Už v 3. štvrtroku 2021 sa ekonomická aktivita i zamestnanosť v eurozóne vrátili nad predkrízovú úroveň. Miera nezamestnanosti dosiahla v novembri 7,2% a bola len nepatrne vyššia v porovnaní s historickým minimom. Predpoveď inflácie na ďalšie roky z decembra 2021 sa posunula späť k vyšším úrovňam (**graf 1**). Po odznení prevažne [dočasného zrýchlenia rastu cien](#) nadväzuje očakávaný vývoj na predpandemické predpovede a je bližšie k cieľu ECB.

Graf 1: ECB/eurosystem – predikcie inflácie HICP (%)



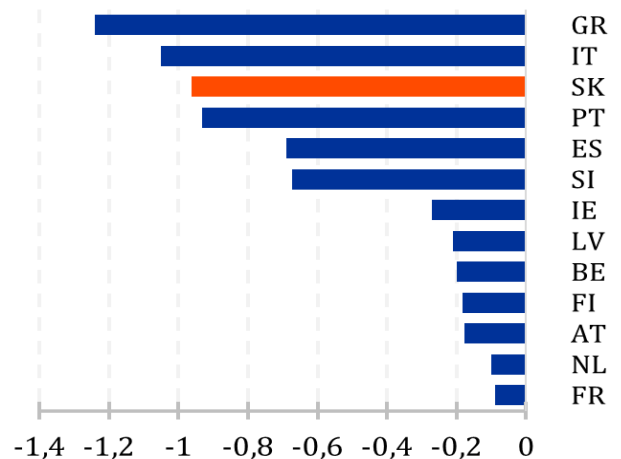
Zdroj: Macrobond, ECB.



Obavy na trhoch vládných dlhopisov z počiatku krízy sa podarilo rozptýliť

Jedným z rizík, ktoré pandémia priniesla bolo aj možné zhoršenie úverových podmienok, a to práve v čase núdze. Neistota na začiatku pandémie sa vo viacerých krajinách, vrátane Slovenska, okamžite premetla do zvýšenia výnosov z vládných dlhopisov. Ekonomiky a verejné financie krajín boli rozdielne pripravené na pandémiu a boli ňou aj odlišne zasiahnuté. V každom prípade za ňu neniesli zodpovednosť, pričom zároveň hrozilo, že kvôli obavám a novej prehnanej reakcii trhov sa účinky opatrení ECB nedostanú všade v rovnakej miere. Preto sa v rámci PEPP-u zaviedla možnosť pružného nákupu dlhopisov rôznych krajín podľa potreby. V prípade ostatných programov sa nakupuje podľa pevného kľúča. Zavedenie PEPP-u od marca 2020 znamenalo navýšenie objemu čistých nákupov vládných dlhopisov v začiatku tohto programu o 100-120 miliárd mesačne. Pružná reakcia ECB napomohla po počiatočnom náraste znížiť výnosy vládných dlhopisov, a tým podporiť aj priaznivé podmienky financovania širšej ekonomiky. Výrazne z toho profitovalo aj Slovensko, ktoré patrilo medzi krajiny s najvyšším poklesom rozdielu výnosov vládných dlhopisov voči Nemecku (graf 2). Po prvotnom upokojení trhov sa flexibilita v nákupoch využívala len v obmedzenej miere.

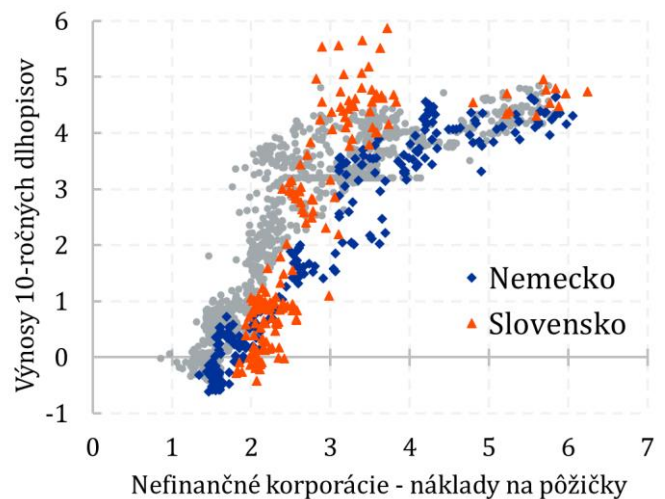
Graf 2: Zníženie ocenenia rizika na vládných dlhopisoch medzi aprílom 2020 a decembrom 2021 (p. b.)



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: V grafe je zobrazená zmena výnosov 10-ročných dlhopisov voči Nemecku od 22.4.2020 po koniec roka 2021.

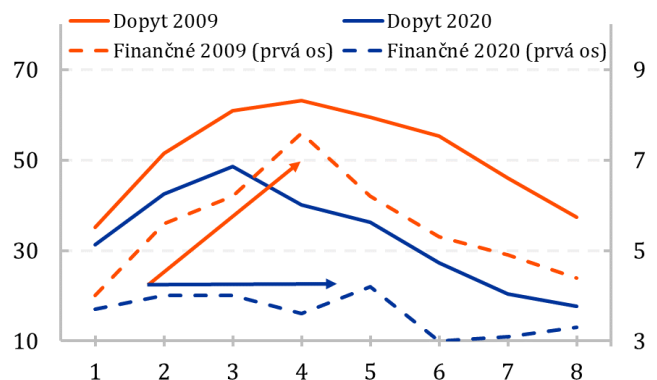
Graf 3: Výnosy 10-ročných vládných dlhopisov a náklady nefinančných korporácií na bankové pôžičky



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: v grafe sú zahrnuté údaje za AT, BE, DE, FR, FI, LV, SK od roku 2003. Údaje za náklady na bankové pôžičky zodpovedajú novým obchodom.

Graf 4: Hodnotenie faktorov limitujúcich produkciu v krízach 2009 a 2020 v eurozóne (saldá odpovedí v %)



Zdroj: Macrobond, Európska komisia.



Priaznivé podmienky financovania podnikov ostali zachované

Vládne dlhopisy predstavujú vo všeobecnosti najbezpečnejšie aktívum a ich cena tvorí základ, od ktorého sa odvíja úročenie pre iné subjekty v ekonomike. Rast ich úročenia by tak automaticky znamenal aj zdraženie financovania iných sektorov ekonomiky, vrátane podnikového. Z dlhodobého hľadiska existuje pomerne silný vzájomný vzťah medzi úročením vládných dlhopisov a nákladmi podnikov na bankové úvery (graf 3). Navyše, istú úlohu pri udržaní priaznivých úverových podmienok mohli zohrávať aj nákupy podnikových dlhopisov v rámci programu PEPP. Financovanie cez finančné trhy pomocou dlhopisov totiž predstavuje alternatívu voči tradičným úverom¹. Kumulatívne nákupy podnikových dlhopisov predstavovali k novembru 2021 približne 17,5% z celkového nárastu vydaných dlhopisov nefinančných spoločností v eurozóne.



Na rozdiel od roku 2009 podniky nepocítovali nárast finančných obmedzení

V úvode pandémie podniky, podobne ako v čase veľkej finančnej krízy, vnímali výrazné zhoršenie dopytu po ich produkcii. Na rozdiel od roku 2009 však aj vďaka PEPP-u podniky v eurozóne nepocítovali takmer žiadne zhoršenie finančných podmienok (graf 4). Okrem menovo-politických opatrení k tomu prispela aj dobrá kondícia bankového sektora a programy vládných záruk za úvery.

¹ Nákupy podnikových dlhopisov prebiehali aj v rámci programu CSPP (Corporate sector purchase programme) – nákupy znova začali už v novembri 2019 a celkový nárast portfólia od marca 2020 prevýšil podnikové nákupy programu PEPP.



Nákupy v programe PEPP končia, pretože boli dočasným nástrojom spojeným s ekonomickými dopadmi pandémie.

Na decembrovom zasadnutí rozhodla Rada Guvernérov ECB o ukončení čistých nákupov v programe PEPP v súlade s pôvodným plánom k marcu 2022. Celkový objem nákupov pravdepodobne nedosiahne výšku ohláseného celkového limitu na objem nákupov. Od začiatku bol PEPP vnímaný a komunikovaný ako dočasný nástroj. Súčasťou menovo-politických nástrojov však naďalej zostáva program nákupu aktív (APP, bližšie [Frankfurtské hárky, september 2021](#)), pričom objem čistých nákupov prostredníctvom tohto programu sa po ukončení PEPP-u dočasne mierne navýši. V záujme hladkého prechodu finančných trhov do post-pandemickej éry ECB tiež o rok (do 2024) predĺžila obdobie reinvestovania istiny aktív nakúpených v rámci PEPP. Objemy nákupov nahrádzajúce splatné štátne dlhopisy naďalej môžu byť podľa potreby investované flexibilne medzi krajinami.

Box: Nie je nula ako nula: aké úroky by sme mali ak by mohli ísť ľubovoľne do mínusu?

Základné úrokové sadzby centrálnych bánk nemôžu ísť hlboko pod nulu. Ak by sa totiž úroky na pôžičkách či vkladoch dostali do vyšších záporných hodnôt, občania a firmy by platili banke za možnosť uložiť si v nej hotovosť. Boli by tak motivovaní vyhnúť sa týmto nákladom a radšej držať fyzickú hotovosť „pod vankúšom“. Nedostatok vkladov by pre banky mohol znamenať narušenie ich schopnosti ďalej požičiavať. Na druhú stranu by výrazne záporné úroky mohli znížiť ziskovosť finančných inštitúcií. Tie by totiž platili klientom za to, že im požičajú. Prerábali by teda v súčte na úveroch a nezarábali na vkladoch (klienti držia radšej hotovosť), čo by výrazne znížilo ich ziskovosť. Okrem vplyvov na úverovanie by negatívne úrokové sadzby znehodnocovali aj dlhodobé úspory ako napríklad dôchodkové sporenie.

V roku 2012 sa pod tlakom nízkej inflácie a dlhovej krízy dostala depozitná sadzba ECB prvýkrát na hranicu 0%. Už 10 rokov sa tak nachádzame v [prostredí dlhodobých nízkych úrokových sadzieb](#) (ang. Zero/Effective Lower Bound). Napriek dlhodobým nízkym infláciám tak ďalšie výrazné znižovanie úrokového sadzby nebolo možné. ECB musela nájsť iné spôsoby, ako stimulovať ekonomiku ak chcela priblížiť infláciu k cieľu. Použila na to viaceré neštandardné nástroje menovej politiky (napr. tzv. [forward guidance](#), [program nákupu aktív \(APP\)](#), [PEPP](#)). Kým prvý menovaný nástroj je založený na prísľube budúceho nastavenia menovej politiky a komunikácii, zvyšné dva sa pomocou nákupov dlhopisov snažia stlačiť dlhodobé úrokové sadzby nadol. Silu sľubu ECB, či sumu, za ktorú ECB nakúpila aktíva, si však len ťažko vieme porovnať s efektom pôvodného nástroja úrokového sadzby.

Predstavu o tom, ako uvoľnená je menová politika v súčasnosti, môžeme získať z odhadov tieňovej úrokového sadzby (tzv. shadow rate). Tá tak prekladá veľkosť vplyvu všetkých nástrojov ECB do jednotnej reči úrokových sadzieb. Tieňové úrokové sadzby sa snažia odpovedať na otázku, aká by musela byť krátkodobá sadzba ECB v prípade, že by mohla byť ľubovoľne záporná a mala by dosiahnuť rovnaký stimul do ekonomiky aký dosahujeme súčtom bežných a nekonvenčných nástrojov menovej politiky. Okrem toho pohyby tieňovej sadzby sledujú aj pohyby rôznych referenčných údajov ako očakávania ekonomickej aktivity a inflácie.

Odhady tieňovej sadzby ostali na začiatku koronakrízy pomerne stabilizované aj vďaka ďalšiemu stimulu od ECB vo forme núdzového programu nákupov PEPP. Hypotetická tieňová sadzba začala v eurozóne klesať najmä po zavedení neštandardných nástrojov ako forward guidance a program nákupu aktív APP ([graf 5](#)). V období od roku 2016 až do začiatku pandémie pôsobila ECB na ekonomiku impulzom, ktorý je ekvivalentný úrokovému sadzbe -4 % až -8 %. Pokles sa zastavil po prepuknutí koronakrízy, kde rastúce výnosy dlhopisov tlačili ukazovateľ nahor. Následné kroky ECB zastavili tento rast a stabilizovali objem stimulu od ECB. Začiatkom jari 2021 sa trend postupne otočil a odhad sadzby začal stúpať vďaka zlepšujúcemu sa ekonomickému výhľadu a rastu inflačných očakávaní.

Graf 5: Vývoj odhadu tieňovej úrokového sadzby v eurozóne. (%)



Zdroj: [Wu, Xia](#) (2017), ECB SDW.



Frankfurtské hárky 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“.