

A

2

Menová politika Eurosystému

Eurosystém

celkový rámec
pandemického
núdzového programu
nákupu aktív -
viac ako
1,85 bil.€

poskytnutá
likvidita -
5,5 bil. €

historicky
najvyššia
suma TLTRO III -
1,8 bil. €



Menová politika Eurosystému

Rozsah a povaha pandemického šoku si vyžiadali mimoriadnu menovopolitickú reakciu. Okrem automatických stabilizátorov, ktorými boli kombinácia pokračujúcich nízkych úrokových sadzieb a forward guidance a programu nákupu aktív, zaviedol sa aj rozsiahly balík doplňujúcich opatrení.

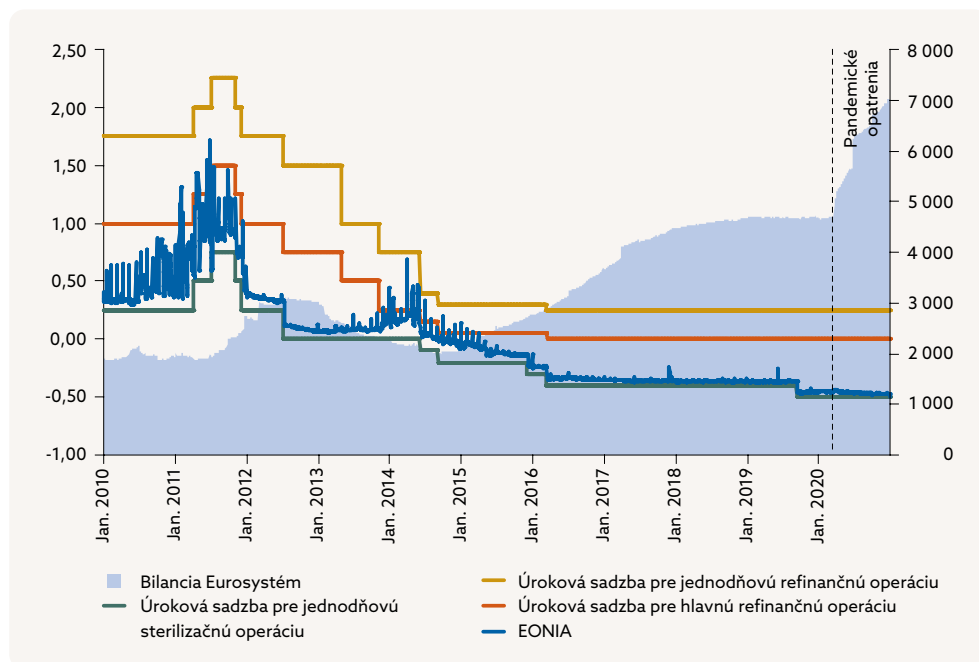
Eurosystém pokračoval v roku 2020 s akomodatívnou menovou politikou a výhľadom zotrvať dlhšie v tomto nastavení vzhľadom na naďalej tmavý výhľad inflačného vývoja. Východiskovú pozíciu uvoľnených menových podmienok tvorili štandardné nástroje menovej politiky, a to nízke kľúčové úrokové sadzby na úrovniach 0,00 % pre hlavnú refinančnú operáciu, 0,25% pre jednodňovú refinančnú operáciu a -0,50 % pre jednodňovú sterilizačnú operáciu. Eurosystém so zámerom podporiť transmisný mechanizmus menovej politiky v prostredí záporných úrokových sadzieb pokračoval v implementácii dvojstupňového úročenia rezerv bánk, ktorý začal v októbri 2019. Uvoľnené menové podmienky sa naďalej v hlavnom rozsahu zabezpečovali prostredníctvom neštandardných nástrojov, a to cieľenými dlhodobjšími refinančnými operáciami a programom nákupu aktív na úrovni mesačných nákupov 20 mld. €. Dôležitou súčasťou menového inštrumentária bol forward guidance, ktorý Rada guvernérov ECB, ďalej (Rada guvernérov) využívala na signalizáciu budúceho vývoja kľúčových úrokových sadzieb, výhľadu očakávaného trvania nákupného programu a časového horizontu reinvestícií. Rada guvernérov tento nástroj využívala nielen na ovplyvňovanie očakávaní vývoja krátkodobých úrokových sadzieb, ale aj na výhľad dlhodobjších sadzieb. V januári Rada guvernérov rozhodla o začatí procesu revízie stratégie menovej politiky ECB (viac v boxe č. 1).

Pokračujúcu konvergenciu k inflačnému cieľu na začiatku roka 2020 prerušil ekonomický šok sprevádzaný vysokou volatilitou na finančnom trhu vyvolanú šírením koronavírusu. ECB reagovala na novú krízu menovopolitickými opatreniami. Išlo o stabilizáciu finančných trhov, zachovanie toku úverov prostredníctvom priaznivých podmienok financovania pre všetky sektory i jurisdikcie a o zmiernenie rizika pre pokles inflačného

vývoja v súvislosti s pandemiou.¹ Menovopolitickými zásahmi poskytol Eurosystem bankovému sektoru eurozóny značnú sumu novej likvidity, čo sa prejavilo v náraste bilančnej sumy Eurosystemu na nové historické maximum 6,8 bil. €, z ktorých 83 % tvorili menovopolitické aktíva.

Graf 12:
Vývoj
kľúčových
sadzieb
a bilancie
Eurosystemu
(%, mil. EUR)

Zdroj: ECB,
Bloomberg,
spracovanie NBS



Rada guvernérov reagovala na prvú vlnu pandémie rozhodnutím o pandemických menovopolitických opatreniach prvýkrát v marci. Upravila existujúce nástroje, následne vytvorila nový pandemický núdzový program nákupu aktív (Pandemic Emergency Purchase Programme – PEPP) a novú sériu necielených núdzových pandemických dlhodobějších refinančných opatrení (Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations – PELTRO). Dôležitou úpravou menovopolitického inštrumentária bolo rozšírenie dovedy akceptovateľného kolaterálu. Zároveň Rada guvernérov rozhodla o vytvorení nového nástroja repo operácií Eurosystemu pre centrálné banky (EUREP), ktoré boli doplnkom dočasných swapových a repo liniek s centrálnymi bankami krajín nepatriacich do eurozóny. Dôvodom sprostredkovania likvidity v eurách týmto centrálnym bankám bolo zabezpečenie plynulej transmisie menovej politiky redukciami možného rizika prudkých výpredajov aktív denominovaných v eurách. Zohľadňujúc dosahy pandémie Rada guvernérov rekalibrovala pandemické opatrenia v apríli, júni a v decembri tak, aby naďalej prispievali k zachovaniu priaznivých podmienok financovania.

¹ Lane, R. Philip, člen Výkonnej rady ECB: Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable financing conditions

V rámci tendrových menovopolitických operácií dominoval záujem bankového sektora v neštandardných cielených a necielených operáciách s priaznivými úrokovými podmienkami. Zámerom bolo poskytovanie bankových úverov subjektom, ktoré boli najviac zasiahnuté šírením koronavírusu.

V štandardných týždenných hlavných a trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách, vzhľadom na štandardné podmienky úročenia, poklesol záujem na minimálne úrovne. Bankový sektor eurozóny naďalej primárne využíval neštandardné refinančné operácie, v ktorých Rada guvernérov zaviedla v roku 2020 po prvýkrát zápornú úrokovú sadzbu. Opäť boli najviac využívané cielené dlhodobější refinančné operácie TLTRO III, ktorých čerpanie významne stúplo po tom, čo Rada guvernérov rozhodla o úprave podmienok znížením úročenia do záporného pásma², a to až na možnú úroveň 50 bázických bodov pod priemernou úrovňou úrokovvej sadzby pre jednodňovú sterilizačnú operáciu s úrokovou sadzbu na úrovni -0,50 %. Dôvodom takejto úpravy bolo podporiť poskytovanie bankových úverov subjektom, ktoré boli najviac zasiahnuté šírením koronavírusu, a to predovšetkým malým a stredným podnikom a domácnostiam. V poradí štvrtej operácii TLTRO III, ktorá sa konala v júni, Eurosystem prijal historicky najvyšší dopyt v tendrovej operácii, a to 1,3 bil. €. V nadväznosti na túto operáciu, do termínu jej konania, Rada guvernérov s cieľom poskytnúť okamžitú likviditnú podporu finančnému systému rozhodla o nových dočasných tendrových operáciách, a to tzv. prekleňovacích operáciách v období marec až jún, v ktorých sa taktiež uplatňovalo záporné úročenie. V neposlednom rade boli vo finančnom systéme eurozóny na podporu likvidity a plynulého fungovania peňažných trhov vytvorené *necielené* operácie PELTRO. Rovnako sa v operáciách uplatňovalo záporné úročenie a z hľadiska čerpania išlo o druhú najviac využívanú operáciu ku koncu roka 2020, v porovnaní s TLTRO III vo výrazne nižších sumách. Celková suma likvidity, ktorú dodal Eurosystem v roku 2020 bankovému sektoru eurozóny prostredníctvom tendrových operácií, bola 1,8 bil. €, čo bol takmer trojnásobný nárast v porovnaní s koncom roka 2019.

V súlade s koordinovaným postupom hlavných svetových centrálnych bánk na zefektívnenie poskytovania likvidity ECB zvýšila frekvenciu tendrových operácií v amerických dolároch. Vyššia dostupnosť dolárovej likvidity na finančnom trhu eurozóny, viditeľná vo vysokom využívaní týchto operácií najmä v prvom polroku 2020, prispela k stabilizovaniu finančných podmienok aj v tomto segmente európskeho finančného trhu.

²Rada guvernérov v marci znížila úrokovú sadzbu na -25 bázických bodov od priemernej sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystemu. V prípade zachovania úrovne poskytnutých úverov v období od júna 2020 do júna 2021 môže úverová inštitúcia získať úročenie -25 bázických bodov od priemernej úrokovvej sadzby jednodňových sterilizačných operácií. Tieto podmienky boli následne prehodnotené v apríli na -50 bázických bodov pre obe alternatívy a v decembri s pridaním nových operácií a predĺžením doby uplatňovania výhodnejších podmienok do júna 2022.

Významné uvoľnenie menovej politiky a podpora priaznivých podmienok financovania v reálnej ekonomike sa v roku 2020 zabezpečovali prostredníctvom nákupných programov – programom nákupu aktív APP a novým pandemickým núdzovým programom nákupu aktív PEPP.

Rada guvernérov zaviedla v marci k existujúcej nákupnej mesačnej sume 20 mld. € programu nákupu aktív (Asset Purchase Programmes – APP) dočasný rámec dodatočných čistých nákupov aktív v objeme 120 mld. €. Eskalácia dôsledkov šírenia pandémie vytvárala nové závažné riziká transmisného mechanizmu menovej politiky. Rada guvernérov v marci schválila vytvorenie nového pandemického nákupného programu PEPP, v pôvodnej sume 750 mld. € s trvaním minimálne do konca roka 2020. PEPP zahŕňal nákupy rovnakých kategórií aktív akceptovateľných v APP, a to vládne dlhopisy členských štátov eurozóny (vrátane Grécka), dlhopisy nadnárodných inštitúcií, kryté dlhopisy (KD), podnikové dlhopisy a dlhopisy kryté aktívami. Vzhľadom na nevyhnutnosť trhových podmienok akceptovateľné aktíva zahŕňali aj komerčné cenné papiere nefinančných spoločností a rozšírila sa splatnosť cenných papierov o také, ktorých minimálna dĺžka splatnosti bola 28 dní. Implementácia PEPP bola nastavená tak, aby bola v súlade s *duálnou úlohou programu*, ktorou bolo zabezpečenie menovopolitickej akomodácie a tiež stabilizácia trhových podmienok, v záujme tlmenia rizík ohrozujúcich transmisiu menovej politiky. Nákupy aktív prebiehali flexibilne z hľadiska času, jednotlivých tried aktív i jurisdikcií. Tak ako pri APP, väčšinu nakúpených cenných papierov v portfóliu programu tvorili vládne dlhopisy. Hlavným princípom rozdelenia nakupovanej sumy pre jednotlivé národné centrálné banky bol ich podiel na kapitálovom kľúči ECB. Flexibilita PEPP umožňovala odchýlky sumy nákupov podľa potreby v čase, podľa triedy aktíva a jurisdikcie. V júni Rada guvernérov reagovala na zníženie inflačnej projekcie v súvislosti s pandemiou rozhodnutím o zvýšení rámca PEPP o 600 mld. € na 1 350 mld. € a s predĺžením programu minimálne do júna 2021. V decembri, vzhľadom na ekonomické následky opätovného nárastu pandémie, Rada guvernérov rozhodla o ďalšom navýšení a predĺžení rámca, o 500 mld. € na 1 850 mld. € s nákupmi trvajúcimi do konca marca 2022. Rada guvernérov zároveň oznámila, že v závislosti od podmienok, tento rámec nemusí byť plne vyčerpaný, resp. môže byť aj navýšený.

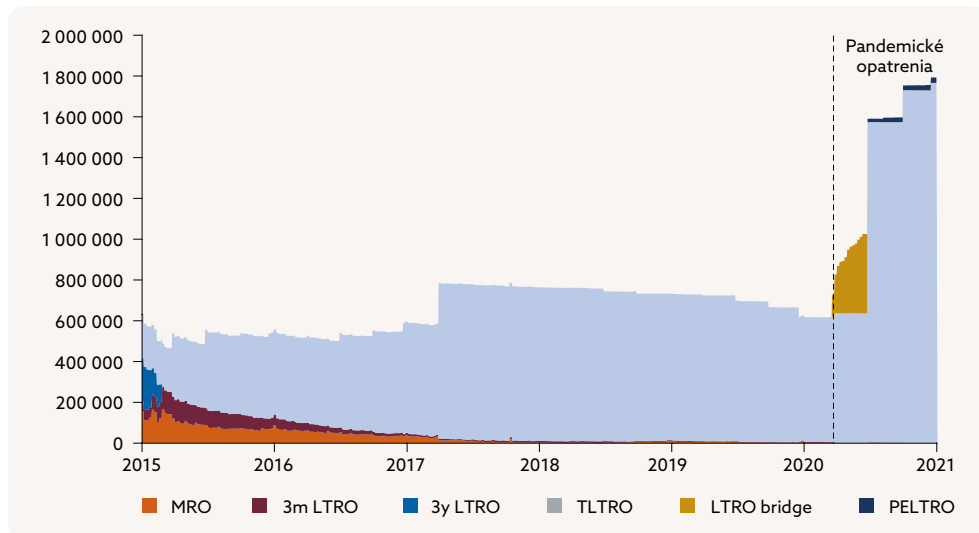
Do konca roka 2020 tvorila nakúpená suma aktív v menovopolitických portfóliách 3,7 bil. €, z toho 2,9 bil. € v rámci programu APP a 755 mld. € v PEPP, čo bola zároveň prvá, pôvodne oznámená suma programu. Z celkovej likvidity 5,5 bil. € tvorili nákupné programy 67 % a 33 % tvorili tendrové operácie. Denné doladenie likvidity bankového sektora sa zabezpečovalo

jednodňovými refinančnými a sterilizačnými operáciami, tzv. standing facilities. Využitie jednodňových refinančných operácií bolo vzhľadom na masívny prebytok likvidity v európskom bankovom sektore blízke nule. Banky naďalej intenzívne deponovali voľnú likviditu na depozitnú facilitu v sumách pri 500 mld. €.



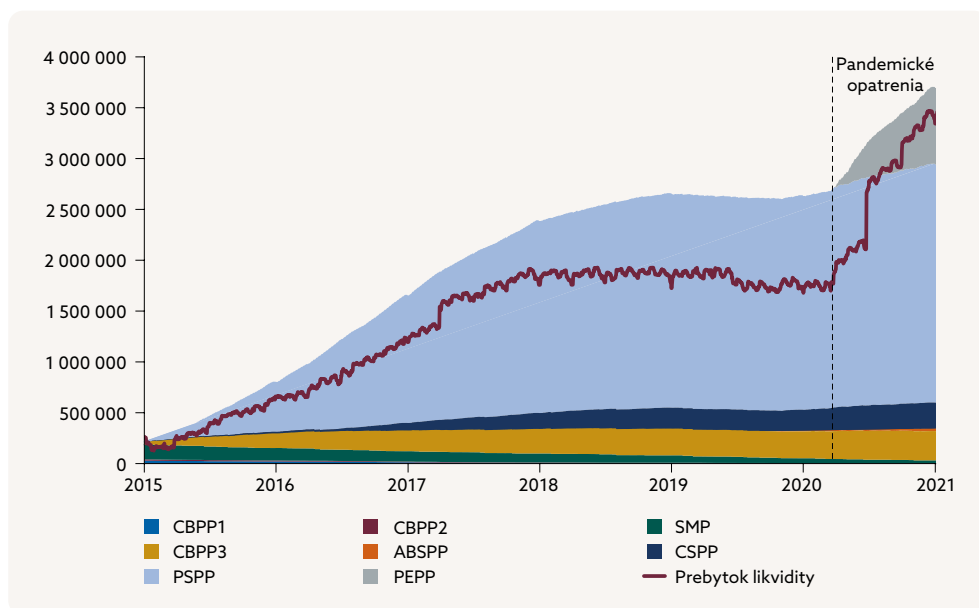
Graf 13:
Vývoj
tendrových
menovo-
politických
operácií
(mil. EUR)

Zdroj: ECB,
spracovanie NBS



Graf 14:
Vývoj
menovo-
politického
portfólia
Eurosystemu
(mil. EUR)

Zdroj: ECB,
spracovanie NBS

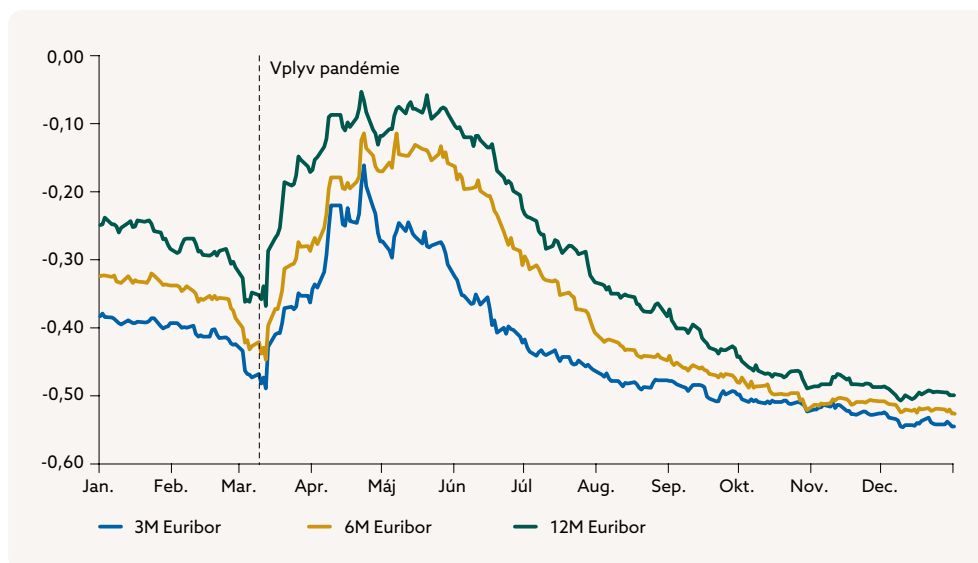


Rok 2020 predstavoval primárne zdravotnú výzvu. Menová politika Euro-systému však prispela k významnej stabilizácii na finančnom trhu euro-zóny a k udržaniu priaznivých podmienok financovania pre domácnosti, podniky a vlády.



Graf 15:
Vývoj
úrokových
sadzieb
EURIBOR

Zdroj: Bloomberg,
spracovanie NBS



Graf 16:
Vývoj
10-ročného
HDP váženého
výnosu vládných
dlhopisov krajín
eurozóny

Zdroj: SDW ECB,
spracovanie NBS



Revízia stratégie menovej politiky ECB

Stratégia menovej politiky je o tom, čo a ako chce ECB dosiahnuť, aby naplnila mandát **udržiavať stabilné ceny**. Takýto všeobecný hlavný mandát dostala od občanov EÚ pri schválení zmluvy o fungovaní EÚ. Stratégia ECB zároveň pomáha komunikovať jej ciele a úmysly verejnosti.

Od poslednej revízie stratégie v roku 2003 prešla ekonomika eurozóny zásadnými zmenami. Globálna finančná kríza, následná dlhová kríza a nižší hospodársky rast priniesli nové výzvy pre tvorcov politik. Klesajúci trendový rast v prostredí spomaľovania rastu produktivity a starnúceho obyvateľstva aj dôsledky finančnej krízy viedli k poklesu úrokových mier v ekonomike. Ten ECB a ďalším centrálnym bankám zužuje priestor na znižovanie úrokových mier nad rámec ich prirodzeného vývoja v prípade poklesu ekonomického cyklu.

Na doznívanie škôd v ekonomikách po kríze a na prostredie nízkych úrokových sadzieb musela ECB reagovať novými nekonvenčnými nástrojmi (graf A). Zavedenie viacerých nových nástrojov si po istej dobe vyžaduje inventúru. Je potrebné vyhodnotiť, v akej miere pomáhali a pomáhajú naplňovať strategické ciele. A tiež, aby ECB vedela čo najefektívnejšie reagovať na výzvy budúcnosti ako globalizácia, digitalizácia, starnutie populácie či klimatické zmeny.



Graf A: Kľúčové udalosti a zavedenie nových nástrojov ECB (mld. EUR)



Zdroj: SDW ECB

Revízia stratégie zahŕňa všetky súčasti menovej politiky. V tomto kontexte sa ECB zameriava na päť hlavných aspektov:

1. čo znamená cenová stabilita a s akou optimálnou mierou inflácie je spojená;
2. ako analyzovať vplyv rozhodnutí na ekonomiku a konkrétne spotrebiteľov, podniky, trhy a banky;
3. do akej miery je dôležité zohľadňovať ďalšie faktory ako zamestnanosť, klimatickú zmenu či finančnú stabilitu;
4. aké menovopolitické nástroje používa ECB na dosiahnutie cieľa;
5. ako sú rozhodnutia komunikované a pochopené verejnosťou.

Na základe spomenutých tematických okruhov boli zriadené viaceré pracovné skupiny (schéma č. 1). Do nich vstupujú okrem expertízy národných centrálnych bánk aj návrhy od všetkých zainteresovaných strán – od verejnosti, podnikateľského sektora, občianskej spoločnosti a pod. NBS aj ostatné národné centrálné banky sa zároveň aktívne zapájajú do pracovných skupín a prispievajú svojou expertízou a analytickými kapacitami.



Schéma 1: Tematické okruhy pracovných skupín revízie stratégie ECB



Dôležitým predpokladom na účinnosť menovej politiky ECB je transparentnosť – tak v rozhodnutiach menovej politiky, ako aj stratégie, ktorá k daným rozhodnutiam vedie. V tomto duchu bola zorganizovaná séria podujatí „ECB počúva“. Ich prostredníctvom sa ECB snaží spoznať názory občanov, firiem, predstaviteľov akademickej obce a organizácií občianskej spoločnosti z celej Európy.

ECB komunikuje vynikajúco s expertmi a finančnými trhmi, avšak jej rozhodnutiam a úlohe by mala viac rozumieť aj široká verejnosť. Návrhy účastníkov podujatí „ECB počúva“ sa sústredili najmä na jednoduchosť komunikácie so širokou verejnosťou vrátane dôležitosti vzdelávania o základnom fungovaní menovej politiky. Centrálna banka, ktorá je bližšie k ľuďom, prispieva ku informovanosti a dokáže zároveň predchádzať nárastu populizmu. NBS v tomto smere už rozbehla viacero projektov, napríklad osvetovú kampaň [5 peňazí](#) alebo pravidelnú publikáciu o pozadí menovej politiky [Frankfurtské háranky](#).

Podujatia s priamou účasťou širšej verejnosti sa organizovali aj na národných úrovniach. Napríklad, NBS koncom minulého roka zorganizovala podujatie „NBS vás počúva“, kde o aktuálnej ekonomickej situácii diskutovali guvernér NBS Peter Kažimír, viceguvernér Ľudovít Ódor a hlavný ekonóm NBS Michal Horváth so zástupcami neziskového, podnikateľského a verejného sektora. Medzi účastníkmi rezonovali najmä riziká spojené s koronakrízou a s rastom cien nehnuteľností. Ďalším rizikom sú aj dlhodobo nízke úrokové sadzby vzhľadom na nadmerne konzervatívne investičné správanie obyvateľstva. To môže mať za následok preferenciu držať hotovosť oproti investovaniu. Účastníci zároveň vyzdvihli dôležitosť stabilných a predvídateľných cien na investičné rozhodnutia firiem a domácností.

Publikácia záverov revízie stratégie menovej politiky ECB bola v dôsledku pandémie koronavírusu presunutá z konca roka 2020 na druhú polovicu roka 2021. Cieľom je zabezpečiť jej účelnosť tak pre súčasnosť, ako aj do budúcnosti.