



Frankfurtské hárky

júl 2022



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Po viac ako 10 rokoch zvyšujeme úrokové sadzby

- Ohlásené zvýšenie sadziieb ECB bolo v súlade s trhovými očakávaniami. Začať razante bolo vzhľadom na situáciu potrebné.
- Prísľub ďalšieho sprísňovania menovej politiky sa premietne do ostatných sadziieb v ekonomike.
- Menové a fiškálne nástroje eurozóny zmierňujú riziko fragmentácie na trhu vládnych dlhopisov.



ECB zvyšuje krátkodobé úrokové sadzby prvýkrát od júla 2011 s cieľom dostať infláciu v eurozóne na želanú úroveň.

Začali sme zvýšením o 0,5 %, v duchu sľúbeného postupného návratu do normálu, čo čiastočne signalizovali aj očakávania trhov pred rozhodnutím. ECB však nešliape na inflačnú brzdu náhle a prudko. Spomaľovanie sme odštartovali ukončením čistých nákupov aktív, čo prispelo ku zvýšeniu úrokov už aj na dlhodobějších pôžičkách. Sadzby, ktorým ľudia čelia pri rozhodnutiach, sú tak už dnes odvodené od vyšších hodnôt. Tie sa ešte len blížia ku neutrálnemu stavu. Až v momente, keď budú úroky vyššie ako je [neutrálna sadzba](#), začnú tlmiť ekonomickú aktivitu a infláciu.



Napriek tomu, že ECB zvýšila základné úroky minulý týždeň, hypotéky sú drahšie už dlhšiu dobu.

Môže za to vlastnosť dlhodobých úrokových sadziieb, ktoré neodzrkadľujú iba súčasné úroky ECB, ale aj očakávania ich budúceho vývoja. Ak totiž očakávam, že úroky budú o pár rokov vysoké, nepožičiam nikomu na 10 rokov za nulový úrok, keď si môžem počkať na zvýšenie úroku a zhodnotiť úspory radšej neskôr. Druhou možnosťou je, že túto kompenzáciu zohľadním a požičiam dnes niekomu na 10 rokov, no už za vyššiu sadzbu, aby sa mi to oplátilo. Vďaka podobnej logike sú dnes dlhodobé úroky vyššie len preto, že sa do budúca očakáva nárast úrokov oproti súčasným hodnotám.



Vďaka silným prepojeniam v ekonomike dokáže ECB jedným švihom ovplyvniť širokú paletu úrokov.

Prvé na rad prichádzajú komerčné banky, ktorým sadzby ECB priamo ovplyvnia, za koľko si požičajú alebo ako výhodne uložia peniaze v ECB na veľmi krátku dobu (**graf 1**, tmavosivá čiara). Krátkodobé sadzby, spolu s ďalšími faktormi, následne ovplyvnia to, ako draho si banky vedia zabezpečiť financie na dlhšiu dobu. Konkurencia zabezpečí, že sa táto zmena pretaví aj do toho, ako draho sú následne ochotné financie poskytnúť ďalej zákazníkom – upraví sa úroky na hypotékach (**graf 1**, žltá čiara), či firemných úveroch (**graf 1**, červená čiara). Keďže sa pohla cena peňazí v celej ekonomike, požičiavajú si drahšie napríklad aj samotné štáty (**graf 1**, modrá čiara), ktoré si požičiavajú od bánk, penzijných fondov alebo priamo od obyvateľov – investorov. Centrálna banka tak dokáže ovplyvniť to, ako veľa míňame a investujeme.



Zvýšené sadzby prinášajú výhodu aj nevýhodu – síce si požičiavame drahšie, no vklady a sporenie zvyknú byť zasa výhodnejšie.

To, či sa vklady naozaj stanú výhodnejšími aj teraz, je ovplyvnené mimo iných faktorov aj napríklad tým, ako vzácne sú pre banky dodatočné financie a teda ako veľmi potrebujú naše vklady. V našom živote nie sme vždy iba dlžníkmi, často si rezervu nášho rozpočtu ukladáme na bežný účet alebo úspory investujeme. Nárast úrokov tak nie je bezpodmienečne zlý - je to iba mierne zvýhodnenie sporenia v porovnaní s požičiavaním si. Ak budeme viac sporiť a menej míňať, spomaľ sa produkcia tovarov a služieb v ekonomike a na konci dňa to pomôže znížiť infláciu.



Centrálne banky sú v pokojných časoch so zmenou úroku opatrnejšie a rozvážnejšie.

Zmeny úrokov sa v inflácii odzrkadlia zhruba o rok až dva. Dôvodom je napríklad to, že ešte istý čas dobiehajú projekty financované za iných podmienok a potrvá, kým sa nová cena peňazí pretaví do rozhodnutí, a tie následne do objednávok a

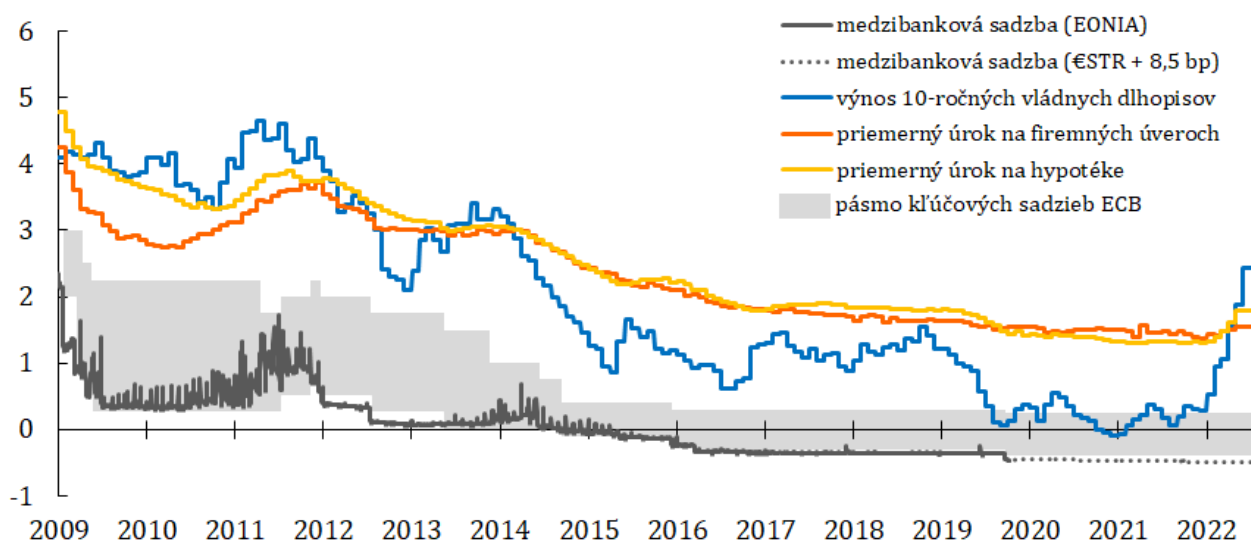
nákupov v ekonomike. Úroky na hypotéke máme tiež často fixované ešte na zopár rokov a vyjednávania o platoch sa dejú v istých intervaloch. Efekt zmeny úrokov sa teda do rozhodnutí ľudí dostáva postupne. Dnes však žijeme vo veľmi neštandardných časoch.



Napriek zvyšovaniu sadzieb netreba očakávať návrat ku dvojciferným úrokovým sadzbám, ktoré sme mali na Slovensku v 90-tych rokoch.

Podľa [signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky](#) očakáva Rada guvernérov ďalšie navyšovanie sadzieb už v septembri. To čo, a či, sa v septembri udeje rozhodne vývoj ekonomiky a situácia na finančných trhoch. Je možné očakávať, že úroky sa zvýšia o minimálne viac ako 0,25%. Finančné trhy očakávajú, že zvyšovanie sadzieb bude pokračovať aj na zvyšných rozhodnutiach až do konca roka 2022. Kým sa však naplno prejaví v ekonomike efekt vyšších kľúčových úrokových sadzieb môže ešte nejaký čas trvať.

Graf 1: Sadzby ECB určujú trendy aj v ďalších úrokoch v ekonomike (v %)



Zdroj: ECB, SDW.

Poznámka: Eonia je referenčná medzibanková úroková sadzba európskych bánk pre skutočne realizované obchody s dobou splatnosti jeden deň. Je to teda sadzba, za ktorú si banky medzi sebou požičiavajú prebytočné peniaze na jeden deň. Sadzba jednodňových sterilizačných operácií (DFR) predstavuje úrok, ktorý banky získavajú z jednodňových vkladov v centrálnej banke. Sadzba jednodňových refinančných operácií (MLF) zas predstavuje úrok, za ktorý si banky môžu požičať jednodňovú likviditu z centrálnej banky. DFR ohraničuje zdola a MLF zhora šedú oblasť – pásmo kľúčových [sadzieb ECB](#). Istým spôsobom tak tieto dve sadzby určujú mantinely, kde sa bude hýbať aj skutočný trhový úrok, za ktorý si banky medzi sebou požičiavajú na veľmi krátku dobu.

Box: Čo sa myslí pod fragmentáciou v eurozóne?

V aktuálnom období sa na pozadí všeobecného rastu úrokových mier stále častejšie hovorí o **možnej fragmentácii na trhu vládnych dlhopisov v eurozóne**. Týmto pojmom sa popisuje situácia, pri ktorej jednotlivé vlády eurozóny čelia výrazne odlišným úrokovým mieram pri svojom financovaní, pričom tieto rozdiely idú nad úroveň odôvodniteľnú fiškálnou a ekonomickou situáciou v tej-ktorej krajine.

Na trhoch s vládnymi dlhopismi sa môže vyskytnúť panické predávanie vyvolané neopodstatnenými obavami. Je to jav podobný, ako keď ničím nepodložené klebety o finančnej stabilite niektorej súkromnej banky môžu spôsobiť to, že z nej ľudia začnú hromadne vyberať svoje úspory, čo aj inak finančne zdravá banka nemusí ustáť. V takýchto prípadoch bankám držia chrbát centrálné banky. Podobne to má fungovať aj v prípade vlád v eurozóne.

Nestabilita na trhoch s vládnymi dlhopismi je problém z dôvodu chýbajúcich „stavebných blokov“ architektúry eurozóny. Napriek krokom vpred v mnohých oblastiach, stále chýba účinný spoločný ochranný dáždnik nad úsporami a bankami. Chýba európsky vládny dlhopis ako porovnateľne bezpečná investícia, ako sú napríklad americké vládne dlhopisy. Výsledkom je, že zdravie finančného sektora a vlády v tej-ktorej krajine sú ešte stále príliš previazané. Výnosy na vládných dlhopisoch preto okrem ovplyvňovania vládneho sektora vstupujú aj do rozhodovania o výške úrokov na hypotékach či úveroch pre podniky v danej krajine (podrobnejšie v [januárových FH](#)).

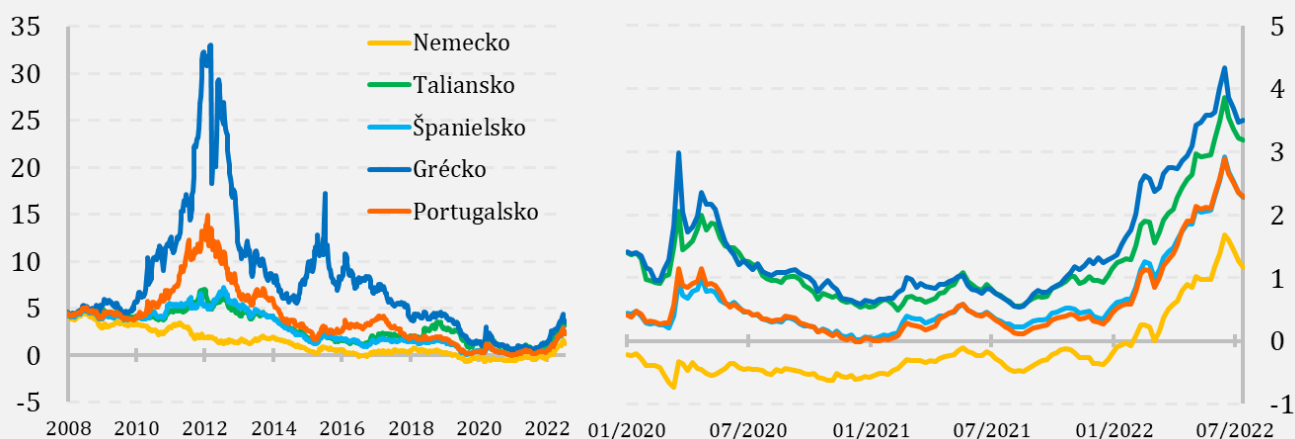
Prípadné prepuknutie výraznejšej fragmentácie na trhoch v eurozóne by sa mohlo nežiadúcim spôsobom odraziť na ekonomickom a cenovom vývoji v zasiahnutých členských krajinách. Takýto vývoj by znamenal, že rozhodnutia ECB by sa bez opodstatnenia premietali odlišne do klientskych sadzieb v rôznych krajinách eurozóny. Znížila by sa schopnosť ECB

usmerňovať infláciu k svojmu cieľu. Kvôli živelným pohybom v sadzbách by bola inflácia raz príliš vysoká, inokedy príliš nízka z pohľadu toho, čo chceme dosiahnuť.

Menovopolitické a fiškálne kroky prijaté na európskej úrovni v reakcii na vypuknutie koronakrízy mali pozitívny vplyv na zmiernenie rozdielov úrokov medzi krajinami eurozóny (graf 2, pravá strana). Menová politika prispela pandemickým programom nákupu aktív **PEPP**, ktorý sa okrem iných aspektov vyznačoval aj flexibilitou ohľadom objemu nákupov medzi krajinami eurozóny. Vo výsledku stačilo flexibilitu nákupov využiť len v obmedzenej miere a do budúcnosti zostáva aj naďalej medzi nástrojmi ECB – pri reinvestovaní splatných dlhopisov z programu PEPP výhradne na zabránenie fragmentácie naviazanej na pandemický vývoj. Z fiškálnych opatrení išlo predovšetkým o objemný balík pomoci v rámci **Fondu obnovy** či o cezhraničný program poistenia v nezamestnanosti **SURE**.

V súčasnom období rastú výnosy v krajinách eurozóny spoločne a rozdiely medzi nimi sa zvyšujú len mierne (graf 2, pravá strana). Rastúca inflácia a s ňou spojené sprísňovanie menovej politiky môže výraznejšie ovplyvňovať výnosy krajín s vyššou úrovňou dlhu k HDP. V takejto situácii je zložité odlíšiť vývoj naviazaný na fundamenty od neopodstatnených obáv. V neposlednom rade je riziko fragmentácie limitované aj mechanizmami prijatými v reakcii na dlhovú krízu z roka 2011 (**graf 2, ľavá strana**) – v prípade ECB ide predovšetkým o program **OMT**. Tieto a ďalšie aspekty finančnej fragmentácie zostávajú aj naďalej pod drobnohľadom ECB, ktorá na svojom poslednom zasadnutí schválila nástroj na ochranu prenosu menovej politiky (Transmission Protection Instrument – **TPI**).

Graf 2: Výnosy 10-ročných štátnych dlhopisov



Zdroj: Bloomberg.

Poznámka: Graf zobrazuje týždenné priemery výnosov 10-ročných štátnych dlhopisov vybraných krajín eurozóny.



Fragmentácia

Fragmentácia je situácia, pri ktorej výnosy vládných dlhopisov krajín eurozóny rýchlo rastú v miere, ktorá nie je opodstatnená zmenami v očakávanom fiškálnom a ekonomickom vývoji v danej krajine.

Neutrálna sadzba

Neutrálna úroková sadzba je krátkodobá úroková miera, pri ktorej sa ekonomika neprehrieva ale ani nespomaľuje. Ide o rovnovážnu úrokovú mieru, ktorá je v podstate deliacou čiarou medzi utiahnutou a uvoľnenou menovou politikou a preto môže informovať, ktorým smerom pôsobíme na ekonomiku a na infláciu. Je len teoretická, ale dá sa odhadnúť na základe analýzy rôznych ekonomických ukazovateľov.

OMT

Program nákupu dlhopisov vlád prijatý v septembri 2012 s cieľom zabezpečiť vhodný prenos a jednotnosť menovej politiky pre krajiny eurozóny. Nákupy v rámci tohto programu neboli nikdy realizované.

Sadzbý ECB

Sadzba jednodňových sterilizačných operácií (DFR) predstavuje úrok, ktorý banky získavajú z jednodňových vkladov v centrálnej banke. Vďaka konkurencii na medzibankovom trhu vytvára dolnú hranicu medzibankových úrokových sadzieb, pretože banky nemajú dôvod si uložiť likviditu v inej banke, ak by im ponúkla menší úrok ako ten, ktorý majú garantovaný v ECB. Sadzba jednodňových refinančných operácií (MLF) zas predstavuje úrok, za ktorý si banky môžu požičať jednodňovú likviditu z centrálnej banky. Vytvára hornú hranicu medzibankových úrokových sadzieb, pretože banky nemajú dôvod si požičať od inej banky, ak by im ponúkla vyšší úrok, ako ten za ktorý si môžu požičať likviditu od ECB. Posledná je sadzba hlavných refinančných operácií (MRO), za ktorú si komerčné banky požičiavajú prostriedky od ECB na dobu jedného týždňa. Jej hodnota sa nachádza medzi zvyšnými dvoma sadzbami.



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“.