

Frankfurtské hárky

september 2021



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Chápu trhy novú stratégiu ECB v čase vyššej inflácie?

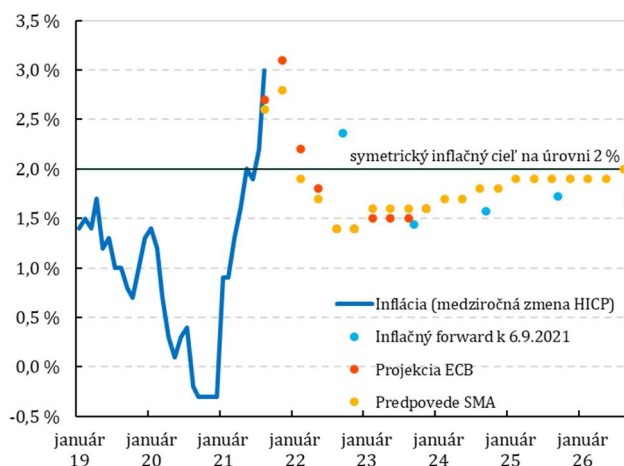
Napriek tomu, že je inflácia nad cieľom ECB, tá má naďalej v úmysle zachovať prostredie dlhodobých nízkych úrokových sadziieb. Súčasnú trhové očakávania potvrdzujú, že opatrenia a komunikácia ECB v súvislosti s jej novou stratégiou v tomto smere fungujú. Dátum očakávaného zvýšenia sadziieb sa odsunul ďalej do budúcnosti. Zároveň sa zvýšila miera inflácie, pri ktorej k tomuto zvýšeniu má dôjsť, bližšie k cieľu ECB. V súčasnosti stále rastúca inflácia totiž pravdepodobne dosiahne vrchol na prelome rokov a následne začne spomaľovať pod 2 %. Podobné očakávania cenového vývoja majú aj finančné trhy. Medzičasom sa živo diskutuje aj o budúcnosti programov nákupu aktív. Témou tejto jesene je práve termín ukončenia pandemického programu nákupov aktív (PEPP), ako aj to, v akom objeme a forme bude ďalej fungovať „predpandemický“ program nákupov aktív (APP). Tejto otázke sa venujeme v boxe.



Súčasnú zrýchlenie inflácie je dočasné

V auguste sa miera inflácie v eurozóne zrýchľovala na 3,0 %, teda výrazne nad úroveň dvojpercentného inflačného cieľa ECB. Septembrová [Makroekonomická projekcia ECB](#) naďalej predpokladá výraznejšie zrýchlenie inflácie v závere roka 2021. Následne by sa však mala dynamika rastu cien spomaľovať na úrovne, ktoré sú v horizonte dvoch-troch rokov podstatne nižšie než cieľ ECB. Podobný pohľad na budúci cenový vývoj majú aj finančné trhy. Potvrdzuje to odhad budúcej inflácie na základe finančných nástrojov, ako sú [inflačné swapy](#) alebo úrokové [forwardy](#) (**Graf 1**). Len pomalé približovanie sa k 2 % zdola naznačujú aj expertné očakávania z prieskumu ECB medzi menovými analytikmi ([The ECB Survey of Monetary Analysts](#)).

Graf 1: Historický a očakávaný vývoj inflácie



Zdroj: Macrobond, Bloomberg, ECB, výpočty NBS



Očakáva sa iba postupný rast krátkodobých sadziieb

Trhy očakávajú, že krátkodobé úrokové sadzby, reprezentované sadzbami [EONIA](#) z jednodňového medzibankového trhu, zostanú na nízkych či záporných úrovniach ešte niekoľko rokov (**Graf 2**). EONIA sa výraznejšie znížila v septembri 2019, po poslednom znížení [depozitnej sadzby ECB](#). Napriek tomu, že ECB nevyklučuje ďalšie zníženia depozitnej sadzby, istá [spodná hranica sadziieb](#) existuje a pozornosť sa tak v súčasnosti upriamuje na okamihy kedy ECB ohlásí nárast sadziieb. Nárast sadziieb o 0,1 percentuálneho bodu (označený vodorovnou šedou čiarou) trhy predpokladajú až o 3 roky. Navyše očakávania trhov

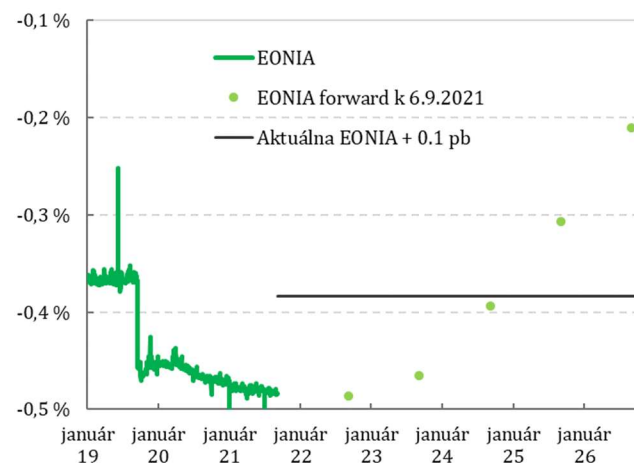
naznačujú, že EONIA sa dostane na úroveň 0,5 % až o 10 rokov. Takéto nízke očakávania zrejme odrážajú aj dôveru trhov voči ECB ohľadom budúceho nastavenia menovej politiky, ako aj predikcie inflácie. Nízke očakávané sadzby naďalej poskytujú podporný impulz pre ekonomiku eurozóny.



Vďaka novej menovo-politickej stratégii trhy lepšie rozumejú zámerom ECB

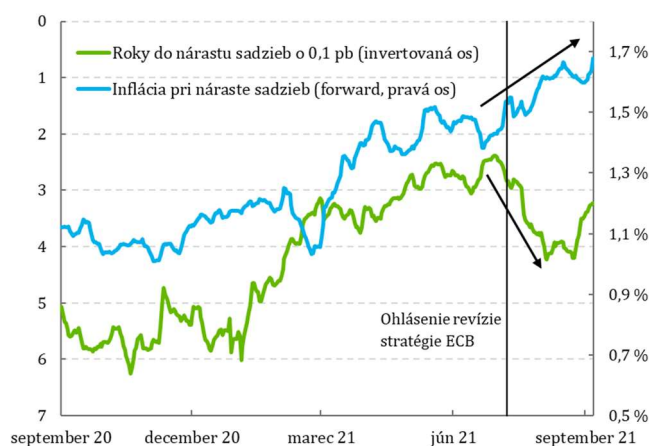
Nová stratégia ECB a komunikácia o budúcom nastavení menovej politiky upresňuje podmienky, pri ktorých by ECB reagovala na rastúcu infláciu zvýšením úrokových sadzieb. Po ich zverejnení sa v čase posunul aj očakávaný začiatok postupného zvyšovania sadzieb (Graf 3). Súčasne to bolo sprevádzané stabilnými či mierne rastúcimi inflačnými očakávaniami v čase očakávanej úpravy sadzieb smerom hore. Tento vývoj sa líši od toho, ktorý sme videli v minulosti do leta tohto roku. Od septembra 2020 sa so zlepšujúcimi ekonomickými vyhliadkami zvyšovala očakávaná inflácia v čase zvýšenia sadzieb a zároveň sa okamih prvého nárastu sadzieb približoval. Aj vtedy ECB komunikovala, že sadzby nebude zvyšovať, kým inflácia výhľadovo nie je pevne usadená v blízkosti cieľa. Zjavne si to však trhy spájali s podstatne skorším sprísnením menovej politiky pri pomerne nízkych úrovniach inflácie, nie úplne v súlade so zámermi ECB. Z tohto pohľadu bola zmena komunikácie ohľadom budúcich sadzieb účinným zásahom.

Graf 2: Historický a očakávaný vývoj nominálnych sadzieb



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Graf 3: Vzťah okamihu nárastu sadzieb a očakávanej inflácie v danom období



Zdroj: Bloomberg, Commerzbank Research, výpočty NBS

Prečo ECB nakupuje dlhopisy a ako tým plní svoj cieľ ?

Program nákupov aktív¹ (kvantitatívne uvoľňovanie, APP) bol súčasťou odpovede ECB na ekonomický vývoj v eurozóne po globálnej finančnej kríze a európskej dlhovej kríze. Pokrízové obdobie prinieslo nízke úrovne hospodárskeho rastu a infláciu výrazne pod cieľom ECB. Tá reagovala znížením úrokových sadzieb, aby ľudia viac mňali a firmy viac investovali. V momente, keď sa dostala kľúčová sadzba na nulu (a ďalšie uvoľňovanie menovej politiky bolo obmedzené, tzv. **zero lower bound**), zaviedla ECB program nákupu aktív (najmä **dlhopisov**) ako ďalšieho stimulu pre ekonomiku skúšanú krízami. Úloha nákupu aktív je podobná - znížiť (očakávané) úrokové sadzby² na dlhodobejších vkladoch a pôžičkách a podporiť tým investície firiem a vlád, ako aj spotrebu domácností.

Rada guvernérov na septembrovom zasadnutí rozhodla o „miernom znížení“ mesačného tempa núdzového pandemického programu nákupov (PEPP) počas posledného štvrtroku 2021. Zníženie nastane v porovnaní so súčasným tempom, ktoré predstavuje približne 80 miliárd eur mesačne. Konečný objem tohto krízového stimulu, ako aj termín jeho ukončenia budú závisieť od vývoja podmienok financovania, ktoré by mali ostať naďalej priaznivé pre firmy, domácnosti aj vlády s ohľadom na dostupnosť a cenu úverov. Naďalej platí usmernenie (tzv. **forward guidance**) ECB, že program PEPP bude pokračovať do momentu, kedy Rada guvernérov usúdi, že obdobie krízy spôsobenej koronavírusom pominulo, minimálne však do marca 2022. Viac detailov o budúcom nastavení programov nákupov aktív sa pravdepodobne dozvieme po decembrovom zasadnutí Rady guvernérov.

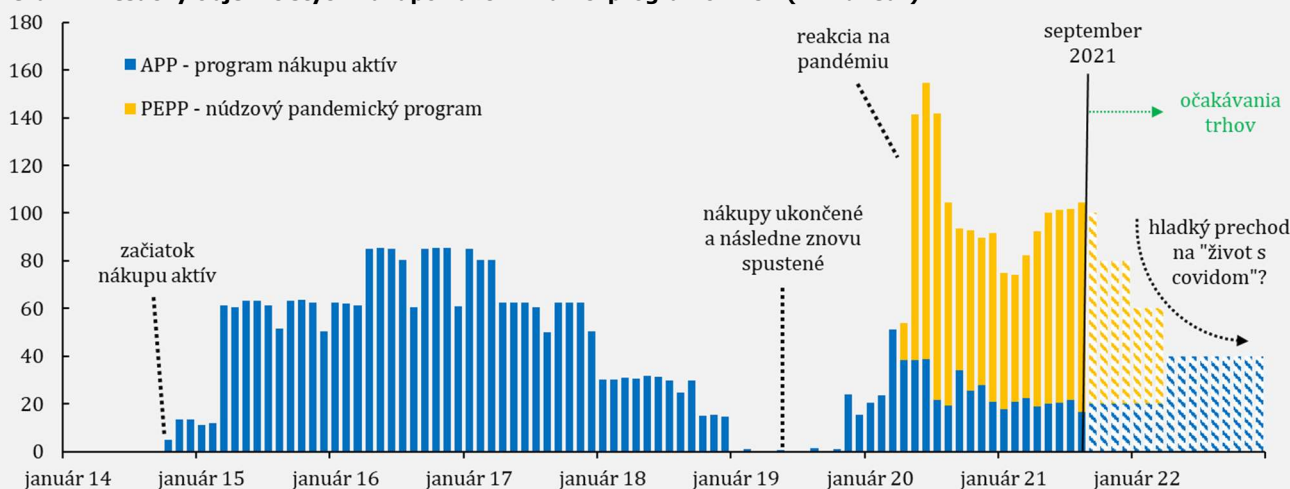
¹ Program nákupov aktív spolu s ďalšími pôvodne neštandardnými nástrojmi sa po **revízii stratégie menovej politiky** stávajú súčasťou bežného portfólia nástrojov ECB.

² Keď ECB nakúpi dlhopis od štátu alebo firmy, cena tohto dlhopisu zvykne stúpať. Odkúpenie dlhopisu z obehu znamená, že rovnaký počet investorov bude mať k dispozícii menší počet finančných nástrojov – dlhopisov. Keďže dlhopisy zvyknú vyplácať fixné platby (kupóny a menovitou hodnotu), zdraženie dlhopisu znamená pre investora nižšiu mieru výnosu na časovom horizonte do splatnosti. Pre dlžníka zas nižšie miery výnosov dlhopisov znamenajú lacnejšie financovanie. To zároveň znamená nižšie krátkodobé sadzby v rôznych bodoch v budúcnosti. Sériu porovnateľných krátkodobých investícií na rovnakom horizonte by nemala prinášať inú mieru výnosu. Preto zmena miery výnosov na dlhopisoch s dlhšou splatnosťou zároveň znamená nižšie očakávané krátkodobé sadzby v rôznych bodoch v budúcnosti.

Pozornosť médií aj finančných trhov sa obracia na termín a spôsob ukončenia programu PEPP. Nie je zhoda na tom, kedy krízu z ekonomického hľadiska môžeme považovať za minulosť. Dôležitým míľnikom pre analytikov subjekty finančného trhu bude pominutie zdravotnej krízy. Jednou možnou interpretáciou je ukončenie programu PEPP v momente, kedy pominú negatívne ekonomické vplyvy pandémie bez ohľadu na to, či skončí samotná pandémia. Ďalším pohľadom môže byť, že sa negatívny ekonomický alebo zdravotný vývoj vráti. Koniec krízy by v rámci tejto interpretácie znamenalo až pominutie alebo výrazné obmedzenie šance návratu nepriaznivého pandemického vývoja.

Horúcou témou na finančných trhoch a medzi analytikmi je hrozba „efektu strmého pádu“ (ang. „cliff effect“) v momente ukončenia pandemického programu nákupu PEPP. Ukončenie nákupov cez program PEPP pritom môže iba spôsobiť, že sa nastavenie menovej politiky bude uvoľňovať pomalším tempom. To naďalej ostane uvoľnené, keďže ECB naďalej reinvestuje splatné dlhopisy, ktoré v minulosti kúpila. Takisto bude pokračovať „predpandemický“ program nákupu aktív v nejakých objemoch a v neakej forme. Presná forma je dôležitá. Ukončenie PEPP totiž môže odstrániť flexibilitu nastavenia menovej politiky ECB, ktorú nákup aktív v rámci tohto programu umožňuje. Existujú očakávania, že nastane čiastočný prenos prvkov flexibility do programu APP. Čo sa týka objemov, trhy očakávajú, že ECB opätovne mierne navýši čistý mesačný objem nákupov v rámci programu APP (Graf 4). V prípade rozšírenia nákupov cez APP môžu byť znovu témou aj limity na objem dlhopisov⁴, ktoré môže ECB vlastniť. Kontroverznou témou bude situácia Grécka, ktoré je z programu APP vylúčené, aj keď malo možnosť zapojiť sa do PEPP. Očakávania o navýšení APP prichádzajú aj vo svetle nových poznatkov na zdravotníckom fronte, kde sa čoraz častejšie skloňuje „život s vírusom“ ako pravdepodobnejší scenár v porovnaní s úplným zbavením sa nákazy.

Graf 4: Mesačný objem čistých nákupov aktív v rámci programov ECB (v mld. eur).



Zdroj: ECB, očakávania trhových analytikov.

Poznámka: prerušované stĺpce od septembra 2021 predstavujú odhad priemerných očakávaní trhových analytikov ohľadom tempa nákupov na najbližšie roky.

³ Flexibilita v rámci PEPP umožňuje ECB nakupovať aktíva rôzne v rôznom čase, krajine, či pri type aktíva. ECB aplikuje túto flexibilitu tak, aby zabránila zhoršeniu podmienok financovania na takú úroveň, pri ktorej by efekt pandémie negatívne vplýval na cestu inflácie ku cieľu. Takáto možnosť flexibilných nákupov nie je zahrnutá v pôvodnom programe kvantitatívneho uvoľňovania. Argumentom v prospech flexibility v PEPP boli mimoriadne výkyvy na finančných trhoch a udržanie stability eura. Tá by mohla byť ohrozená v prípade možného živelného vývoja, ktorý by negatívne zasiahol emitentov istých nástrojov „bez ich vlastného pričinenia“.

⁴ ECB môže v rámci programu APP vlastniť z jednotlivých aktív iba istý podiel v závislosti na type aktíva. Môže tak vlastniť napríklad maximálne 33% z konkrétneho vládneho dlhopisu. Program PEPP uvoľnil tieto obmedzenia, no objem nákupov a časové trvanie programu sú obmedzené.



Slovník

Program nákupu aktív (APP)

[Program nákupu aktív](#) je odpoveďou ECB na [prostredie dlhodobu nízkyh úrokovykh sadzieb](#). ECB nakupuje rôzne druhy aktív (vládne dlhopisy, firemné dlhopisy, cenné papiere kryté aktívami) od začiatku októbra 2014. Dlhopisy, ktoré dosiahnu splatnosť, sú následne reinvestované. Tým sa miera podpory ekonomiky stabilizuje. Ak dlhopisy, ktorých platnosť končí, nie sú nahradené v portfóliu ECB novými, alebo ak ECB začne rozpredávať svoje portfólio, miera stimulu sa zníži.

Depozitná sadzba ECB

Ide o sadzbu, za ktorú si môžu protistrany uložiť hotovosť v centrálnej banke na jednodňovej báze. Táto sadzba obvykle predstavuje spodnú hranicu sadzieb na peňažnom trhu pričom od roku 2014 je v negatívom pásme.

Dlhopis

Cenný papier, ktorý funguje na rovnakom princípe ako pôžička. Vláda alebo firma môže vydať dlhopis za účelom získania finančných zdrojov. Investori, ktorí dlhopis nakúpia, majú vďaka nemu právo na vrátenie pôžičky v budúcnosti. Dlhopis môžu buď držať a dostávať úroky (tzv. kupón) alebo ho môžu neskôr predať na sekundárnom trhu.

Forwardové sadzby

Forwardová úroková sadzba je úroková sadzba uplatniteľná na finančnú transakciu, ktorá sa uskutoční v budúcnosti. Forwardové sadzby sa počítajú zo spotových sadzieb, ktoré zasa predstavujú sadzbu od súčasnosti po istý okamih v budúcnosti. Tieto sadzby sa môžu vzťahovať na rôzne inštrumenty, napríklad na dlhopisy alebo swapové kontrakty.

The ECB Survey of Monetary Analysts (SMA)

Prieskum zbiera informácie o očakávaniach účastníkov trhu ohľadom budúceho vývoja kľúčových menovo-politických parametrov, finančných trhových premenných a ekonomike. Uskutočňuje sa 8 krát za rok a jeho frekvencia je zosúladená so šesťtyždňovým cyklom menovo-politických zasadnutí Rady guvernérov ECB.

