



Frankfurtské hárky

február 2021



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

www.nbs.sk/frankfurtske-harky

Veľmi lacné úvery, drahé euro

Rekordné počty prípadov nákazy koronavírusom viedli na prelome rokov ku rozsiahlemu zatváraníu ekonomík v celej eurozóne. Prvé odhady ukazujú v poslednom štvrtroku 2020 na hospodársky rast blízky nule a infláciu dlhodobo pod cieľom. Optimizmus prilieva postupný rozbeh vakcinácie a razantné podporné rozpočtové opatrenia vlád v Európe aj v zámorí. Európska centrálna banka (ECB) sa pomocou udržiavania priaznivých podmienok financovania pre firmy, domácnosti a vlády usiluje podporiť rast cien. Ten však tlmí aj vývoj kurzu eura voči doláru. Euro sa totiž minulý rok posilnilo, a to jednak kvôli uvoľnenej politike centrálnej banky USA (tzv. Fedu), ale aj vďaka optimizmu z ekonomického oživenia a fiškálnej podpory.



Dostupné financovanie má udávať smer k inflačnému cieľu

Pandémia koronavírusu zatlačila už aj tak dlhodobo nízku infláciu až do záporných hodnôt. Kľúčom k opätovnému oživeniu ekonomiky a inflácie bude naštartovanie spotreby a firemných investícií. Do centra záujmu ECB sa tak dostalo zachovanie priaznivých podmienok financovania. Tie môžu fungovať ako kompas, ktorý slúži na určenie správneho nasmerovania menovej politiky k prístavu, ktorý predstavuje jej [inflačný cieľ](#) (inflácia blízko pod úrovňou 2 percent). V prípade, že sa bude inflácia naďalej odkláňať od cieľa, kompas ukáže, že cesta k prístavu vedie cez dodatočné uvoľnenie podmienok financovania. Základom je podporiť dostupnosť financií pre všetky sektory ekonomiky – pre domácnosti, veľké firmy, malé a stredné podniky aj vlády. Kľúčovými ukazovateľmi priaznivých podmienok financovania sú najmä výška úrokovej sadzby bankových úverov, či miera výnosov korporátnych a vládných dlhopisov. Slovenská vláda si momentálne spoločne s Nemeckom a Holandskom požičiava najlacnejšie v eurozóne.



Nekonvenčné nástroje ECB podporujú úverovanie a ekonomickú aktivitu

Domácnosti pociťujú riziko straty zamestnania, firmy sú ohrozené prepadosm tržieb a verejné financie štátov sú pod tlakom rekordných výdavkov na záchranu ekonomík. Podmienky financovania sú priaznivé, ak sú peniaze dostupné pre čo najširšiu skupinu za výhodných podmienok, teda nízkych úrokov. Tie by sa následne mali pretaviť do rýchlejšieho rastu ekonomík a nárastu miery inflácie smerom ku cieľu. ECB momentálne podporuje úverovanie v ekonomike najmä pomocou nekonvenčných nástrojov menovej politiky. Núdzový pandemický program nákupov ([PEPP](#)) má viaceré prvky flexibility. Nákupy je možné prechodne sústrediť na tie cenné papiere, ktorých cena nezodpovedá zdravému vývoju. Program dlhodobých cielených refinančných operácií ([TLTRO](#)) zasa motivuje banky k úverovaniu výmenou za možnosť získania veľmi výhodných úverov od ECB.



Odpoveď prezidentky ECB Christine Lagarde na tlačovej konferencii 21. 1. 2021:

„Nákupy v rámci programu PEPP sa budú uskutočňovať v záujme zachovania priaznivých podmienok financovania počas trvania pandémie.“



Hypotéky sú dostupnejšie ako kedykoľvek predtým

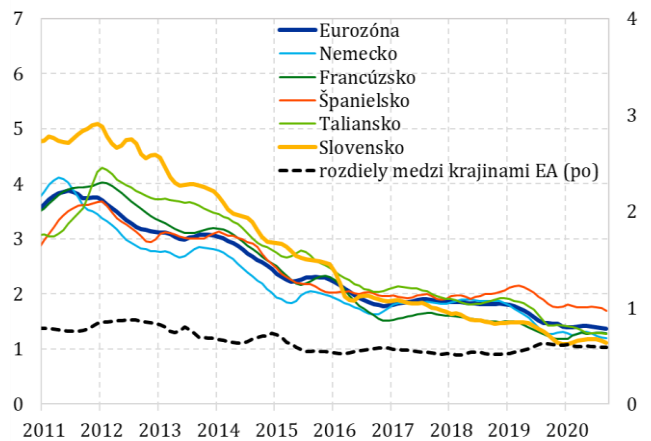
Nízke úroky na hypotékach neprajú iba novým nákupom nehnuteľností, ale umožňujú aj lacnejšie refinancovanie existujúcich úverov. Znížené mesačné náklady môžu pomôcť domácnostiam, ktoré boli ekonomicky zasiahnuté pandémiou. Úrokové sadzby na hypotéky sú momentálne v celej eurozóne na historických minimách. Priemerná sadzba dosiahla v novembri 1,36 % (graf 1). Slovensko ponúkalo dokonca druhé najnižšie úrokové sadzby, na úrovni 1,05 %. Rekordné sadzby však nemusia ostať na minimách večne, najmä v prípade, že banky začnú citlivejšie vnímať schopnosť svojich klientov splácať záväzky. Centrálné banky a iné inštitúcie finančného dohľadu (aj na Slovensku) rovnako pozorne sledujú, či sa nevytvárajú cenové bubliny na trhu s nehnuteľnosťami, aby v prípade potreby zatiahli páky.



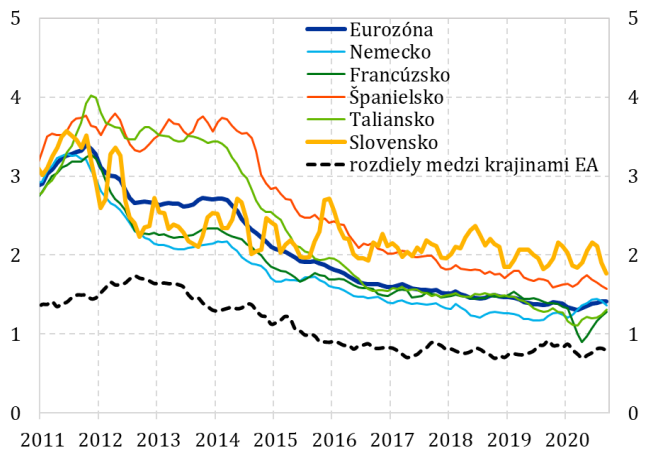
Firmy získavajú výhodnejšie úvery vďaka prijatým opatreniam

Rozsiahle zatváranie ekonomík zasiahlo väčšinu firiem, najmä v sektoroch s intenzívnym osobným kontaktom. Prepád objednávok a tržieb sa prejavil v problémoch s hotovostnými tokmi, ktoré boli mnohé firmy nútené riešiť ďalšími úvermi. Dostupnosť a výhodnosť týchto úverov zas podporujú nástroje ECB. Vďaka nim sa úroky na pôžičky nefinančným spoločnostiam aj v pandemických časoch držia v blízkosti historických miním, na úrovni 1,5 % (graf 2). Je tiež dôležité, že úvery sú výhodné vo všetkých krajinách eurozóny. Prístup k financovaniu firmám uľahčili aj opatrenia vlád, ktoré okrem schém na podporu zamestnanosti prisľúbili aj úverové garancie. Firmy aj podľa najnovšieho prieskumu SAFE¹ prvýkrát od roku 2009 zaznamenali zlepšenie dostupnosti finančnej pomoci od štátu. Kým objem úverovania domácnostiam poklesol, pôžičky podnikom v eurozóne počas pandémie rástli. Hoci boli pred pandémiou zdravé, pre niektoré, zväčša menšie alebo mladé firmy, môže byť situácia napriek tomu zložitejšia.

Graf 1: Úroky na hypotékach sú na historických minimách (% p.a., 3-mesačný kĺzavý priemer)



Graf 2: Úroky na pôžičkách nefinančným spoločnostiam (% p.a., 3-mesačný kĺzavý priemer)



Zdroj: ECB a výpočty NBS

Poznámka: rozptyl medzi krajinami je vypočítaný ako trojmesačný kĺzavý priemer výberovej štandardnej odchýlky.

Silné euro: čo je za tým?

Jedným zo zásadných vývojev na finančnom trhu v roku 2020 bolo pomerne razantné posilnenie eura voči americkému doláru. Výmenný kurz eura sa v priebehu roka posilnil približne o 9% (kosoštvorec na pravej strane grafu 3) a dosiahol úroveň okolo 1,2 dolára za euro. Centrálné banky s cieľom cenovej stability, medzi ktoré patrí aj Európska centrálna banka, obvykle necielia konkrétnu úroveň výmenného kurzu. Kurzový vývoj je pre ne však dôležitý, pretože môže ovplyvňovať cenovú hladinu. To je dôvod prečo ECB výmenný kurz pozorne sleduje a analyzuje jeho vplyv na spotrebiteľské ceny.

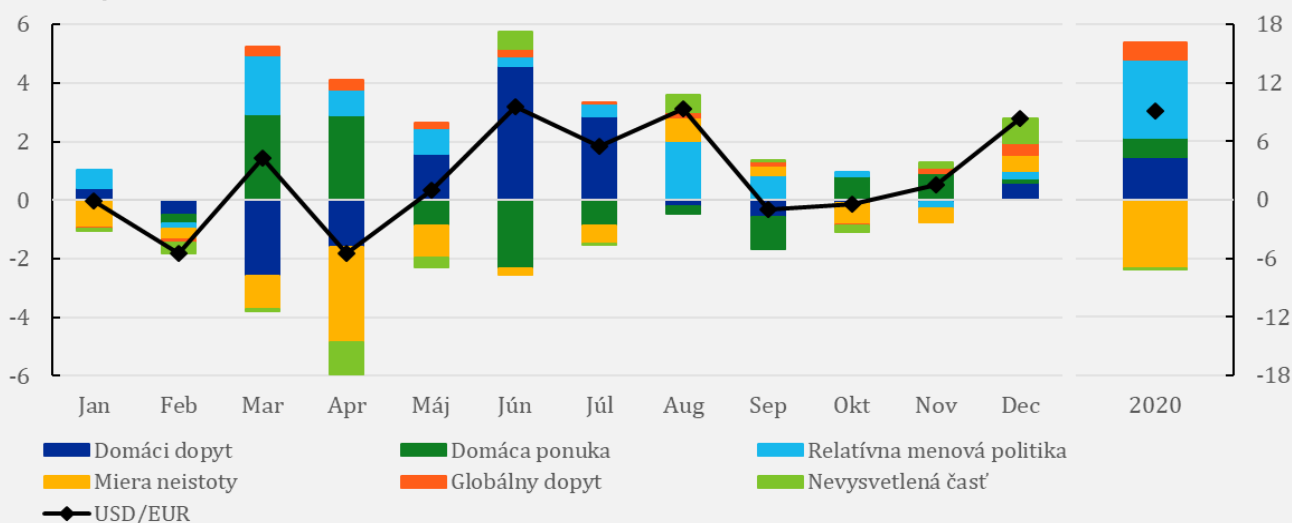
Dôležitou súčasťou takýchto analýz je zistenie dôvodov, ktoré viedli k zmenám kurzu eura voči doláru. Jedným z týchto dôvodov môže byť zmena miery neistoty vo svetovej ekonomike. To je predovšetkým preto, že americký dolár a americké štátne dlhopisy sú vnímané ako bezpečný prístav pre investorov. V čase zvýšenej neistoty má potom dolár tendenciu posilňovať sa. Odzníevanie rizika či neistoty teda môže smerovať k posilňovaniu eura. Takéto posilnenie má potom vplyv na znižovanie cien tovarov dovezených z krajín mimo eurozóny s následným ovplyvňovaním iných cien a širšej ekonomiky. Iným dôvodom posilňovania môžu byť relatívne úroky, ktoré možno zarobiť na investíciách v rôznych menách. Dobrá ekonomická situácia a následné očakávané zvýšenie úrokov v eurozóne potom môže mať tendenciu zvyšovať hodnotu eura. Dobrá ekonomická situácia a s tým spojená dobrá spotrebiteľská nálada by zvyšovali cenovú hladinu a to nad rámec možných tlmiacich vplyvov posilnenia meny.

¹ SAFE - Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (Prieskum o prístupe podnikov k financovaniu v eurozóne).

Narastajúce vnímanie rizika v marci a apríli v súvislosti s vypuknutím koronakrízy spôsobovalo oslabovanie eura. Uvoľňovanie protipandemických opatrení či kroky ako [Plán obnovy pre Európu](#) viedli naopak k posilňovaniu eura prevažne v júni a júli skrz podporu domáceho dopytu. Na **grafe 3** prezentujeme nami odhadnuté vplyvy pôsobiace na zmeny kurzu eura. Okrem vplyvu miery neistoty a domáceho dopytu sú v analýze uvažované aj vplyvy domácej ponuky, relatívnej menovej politiky v eurozóne a USA a globálneho dopytu.

Zásadný vplyv na posilnenie eura malo výraznejšie uvoľnenie menovej politiky a očakávaných podmienok financovania v USA. To je možné vyjadriť napríklad porovnaním výnosov z 10-ročných vládnych dlhopisov. Tie počas roka 2020 v eurozóne klesli v priemere o 0,5 p. b., kým v USA až o 1 p. b., čo predstavuje výraznejšie uvoľnenie menovej politiky v USA. Posilnenie eura z dôvodu väčšieho uvoľnenia menovej politiky v USA môže smerovať k poklesu cenovej hladiny v eurozóne. V tomto prípade totiž nie je silnejšie euro kompenzované iným faktorom, tak ako to bolo v prípade silnejšieho domáceho dopytu.

Graf 3: Rozklad vývoja kurzu eura voči americkému doláru (Zmena kurzu po mesiacoch od januára 2020 vľavo, za celý rok 2020 vpravo, v percentách/percentuálnych bodoch)



Zdroj: výpočty NBS

Poznámka: Hodnota USD/EUR predstavuje percentuálnu zmenu kurzu v danom mesiaci (prípadne kumulatívne za celý rok na grafe vpravo) pričom kladné hodnoty predstavujú posilnenie eura (nárast množstva dolárov za euro) a záporné hodnoty oslabenie. Na grafe sú prezentované identifikované vplyvy na vývoj kurzu (vplyv domáceho dopytu, miery neistoty, relatívnej menovej politiky atď.). Malá časť pohybov v niektorých mesiacoch nie je modelom vysvetlená (nevysvetlená časť). Okrem vývoja USD/EUR prezentovaných na grafe pracuje analýza aj s vývojom spotrebiteľských cien, úrokových mier a produkcie v eurozóne a USA.



Slovník

PEPP (núdzový pandemický program nákupov; Pandemic emergency purchase programme)

Nový dočasný program nákupu súkromných a vládnych cenných papierov. Jeho cieľom je zabezpečiť lacné a dostupné financovanie firiem a domácností pre všetky krajiny eurozóny. Kľúčom k tomu je, aby banky hotovosť získanú z predaja cenných papierov použili na nové úvery a investície. Podporuje to zotavovanie ekonomiky eurozóny a napĺňanie inflačného cieľa. Celkový rámec programu predstavuje 1 850 mld. €. Ten však nemusí byť vyčerpaný ak bude možné zachovať priaznivé podmienky financovania i pri nižšom objeme. Nákupy budú prebiehať do konca marca 2022, prípadne dlhšie ak ECB usúdi, že kríza spôsobená pandémiou koronavírusu ešte nepominula.

TLTRO (cieľené dlhodobejšie refinančné operácie; Targeted longer-term refinancing operations)

Neštandardný nástroj menovej politiky, pomocou ktorého ECB poskytuje komerčným bankám možnosť získať dlhodobé úvery. Objem a výhodnosť týchto úverov od ECB sa odvíja od množstva úverovania, ktoré banky poskytnú nefinančným spoločnostiam a domácnostiam. Vzniká tak motivácia pre banky navýšiť úverovanie. TLTRO dopĺňajú ostatné menovo-politické nástroje a posilňujú uvoľnené nastavenie menovej politiky. V súčasnosti sa realizuje už tretia séria TLTRO, pričom tento nástroj sa po prvýkrát využil už v roku 2014.

Inflačný cieľ

Cieľom ECB je udržiavať infláciu na úrovni blízko pod 2% v strednodobom horizonte. Udržiavať stabilné ceny znamená brániť výraznému rastu cien (inflácii) a zároveň ich dlhodobejšiemu poklesu (deflácií). Dlhšie obdobia nadmernej inflácie majú negatívny vplyv na stav hospodárstva. Stabilne nízka inflácia môže podporovať plynulé fungovanie ekonomiky v časoch, keď je potreba pružne reagovať na meniace sa podmienky. Občanom eurozóny zároveň zaručí, že peniaze, ktoré dnes majú v peňaženke, budú mať zajtra viac-menej rovnakú hodnotu ako dnes.



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“.