

Riadenie likvidity v bankovom sektore eurozóny počas COVID-19

Liquidity management in euro area banking sector during COVID – 19

BARBORA STANOVÁ

ABSTRAKT:

Cieľom tohto príspevku je zamerať sa na opatrenia prijaté ECB v reakcii na vypuknutie pandémie COVID-19 a analyzovať dopady týchto opatrení na potreby riadenia likvidity v bankovom sektore eurozóny. V úvode príspevku sa zameriavame na identifikáciu kľúčových opatrení v boji proti dôsledkom krízy spôsobenej pandemiou. Druhá časť príspevku následne skúma vývoj jednodňových, hlavných refinančných a dlhodobých refinančných operácií v rôznych obdobiach a definuje do akej miery neefektívne fungovanie tohto tradičného modelu pôsobí ako brzda pre úverovanie reálnej ekonomiky.

KLÚČOVÉ SLOVÁ: COVID-19, likvidita, menová politika

ABSTRACT:

The aim of the paper is to study the measures adopted by the ECB in light of the COVID-19 and analyze their impact on the liquidity management needs in euro area banking sector. In the first part of the paper, we identify the key measures taken in order to support the economy in the crisis period. The second part focus on the development of the marginal facility, main refinancing operations and longer-term refinancing operations and search for the definition of the extent to which the ineffectiveness of this traditional model presents an obstacle for loans provision to the real economy.

KEY WORDS: COVID-19, liquidity, monetary policy

ÚVOD

Od roku 2008 sa začala pre centrálné banky začala písať nová "nekonvenčná" éra. Globálna finančná kríza ich postavila pred otázku ako sa vysporiadať s postupujúcou stratou kredibility a schopnosti efektívne riadiť likviditu či ovplyvňovať dianie na finančných trhoch. ECB ako jedna z nich prešla niekoľkými fázami uvoľňovania menovej politiky, modifikácie a zavádzania nových nástrojov, ktoré jej napomáhali bojovať s týmito výzvami. V čase kedy táto nová podoba menovej politiky po 12 rokoch prinášala prvé črty zlepšenia, bola ECB opätovne nútená čeliť kríze vyvolanej pandémiou COVID-19. V momente vypuknutia pandémie a začiatku jej šírenia na európskom kontinente bolo zrejmé, že dopady na finančný sektor dosiahnu obrovských rozmerov. Podobne ako v roku 2008, nevediac odhadnúť aké budú následky, spustila ECB sériu nových opatrení, ktoré mali napomôcť finančnému sektoru prežiť krízu s čo možno najmenšou ujmov.

MENOVOPOLITICKÁ AKOMODÁCIA V REAKCII NA VYPUKNUTIE COVID-19 KRÍZY

Pandémia zasiahla európsku ekonomiku práve v období, kedy sa čoraz častejšie ozývali hlasy ohľadom spúšťania a formy exitovej stratégie. Opatrenia ECB na pomoc ekonomiky v eurozóne sa dotkli viacerých oblastí:

Politika úrokových sadzieb a forward guidance

Pri pohľade na vývoj úrokových sadzieb je vidieť, že ECB od Septembra roku 2019 a teda ani v čase vypuknutia pandémie nepristúpila k priamemu znižovaniu svojich kľúčových úrokových sadzieb. Úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie, rovnako ako sadzba pre jednodňovú refinančné operácie ostali na nezmenenej úrovni. Úroková sadzba pre jednodňovú sterilizačnú facilitu sa pohybuje na negatívnej úrovni od roku 2014. Primárnym cieľom zníženia jej hodnoty pod nulovú úroveň bolo motivovať banky aby svoje prebytočné rezervy využívali na úverovanie reálnej ekonomiky a nehromadili ich na účtoch centrálnych bánk.

Napriek tomu, že samotná výška úrokovej sadzby pre kľúčové operácie ECB zostala na nezmenenej úrovni, do popredia sa dostáva otázka úlohy forward guidance, ktorá úzko súvisí s vyhláseniami ECB o budúcom vývoji úrokových mier. ECB sa zaviazala udržiavať hodnoty

úrokových sadzieb na nezmenenej alebo potenciálne nižšej úrovni a to až do momentu kým výhľad budúcej inflácie nebude predstavovať hodnotu dostatočne blízko želanej hodnote pod 2% a táto hodnota nebude premietnutá do dlhodobých projekcií inflačnej dynamiky. Táto forma vyhlásení reflektuje na snahy ECB oslabení tlaku na dlhodobejšie sadzby, keďže dostupnosť likvidity zo strany ECB je a zostane vysoká.

Kvantitatívne uvoľňovanie

Pred vypuknutím pandémie dosahoval objem nákupov aktív v rámci kvantitatívneho uvoľňovania približne 20 miliárd EUR pričom najväčší objem bol stále namierený na dodávky likvidity cez nákupy štátnych, regionálnych a lokálnych dlhopisov, korporátnych dlhopisov, ABS (aktívami krytých) dlhopisov a ot najmä s cieľom zvýšiť infláciu smerom k želanej hodnote. Po vypuknutí pandémie, oznámila ECB 12. marca 2020, že ako súčasť APP (*Asset purchase program*) bude pokračovať v nákupe v objeme dodatočných 120 miliárd EUR.

Keďže navýšenie APP programu nepovažovala za dostačujúce pre zabezpečenie plynulej transmisie, dňa 18. marca 2020 ďalej spustila i nový program nákupu aktív, tzv. PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*), ktorý bude fungovať v závislosti od dopadov krízy COVID 19, minimálne do júna 2021. Celkový predpokladaný rámec tohto programu je 1350 mld. EUR objem prostriedkov v rámci PEPP by mal byť distribuovaný flexibilným spôsobom ale zároveň stále zohľadňovať doposiaľ platný kapitálový kľúč výpočtu alokácie takejto formy prostriedkov. Istina akumulovaná v rámci PEPP programu bude naďalej reinvestovaná až do konca roku 2022 za podmienky riadeného splácanie portfólií.

Rozšírenie bilancie v dôsledku nárastu dlhodobého financovania

ECB sa rovnako ako v roku 2008 snažila tlmiť dôsledky pandémie prostredníctvom sprístupnenia dlhodobejších foriem financovania a to konkrétne predĺžením splatnosti LTRO (*Longer-term refinancing operations*).

S cieľom stimulovať banky k úverovaniu ekonomiky. 30. apríla 2020 rozšírila už existujúci program TLTRO III (*Targeted longer-term refinancing operations*). Pri prijatí tohto programu bolo deklarované, že zmyslom programu je poskytnúť bankám lacné dlhodobé prostriedky a stimulovať ich tým k pôžičkám spotrebiteľskému a podnikateľskému sektoru.

Banky si môžu likviditu požičiavať na dobu 3 rokov a za úrokovú sadzbu 25 bázických bodov pod priemernú úrokovú mieru na hlavné refinančné operácie a v závislosti od objemu prostriedkov, ktoré sami poskytnú ďalej v podobe úverov (až do 50% celkového objemu úverov podnikateľom a obyvateľstvu). Týmto krokom opäť masívne zvýšila objem svojej bilancie.

Podpora medzibankového financovania a peňažných trhov. Charakteristickou črtou akejkoľvek krízy vo finančnom sektore je, že krátkodobé úverovanie ekonomických subjektov zamŕza. Rovnako tomu bolo aj po vypuknutí pandémie. Runy na medzibankové trhy a financovanie môžu vážnym spôsobom destabilizovať finančný systém a mať ďalekosiahle dopady na vývoj reálnej ekonomiky. Pod touto hrozbou začala ECB poskytovať dlhodobú likviditu prostredníctvom LTRO operácií pri nízkej úrokovej sadzbe. Pri prehlbovaní dopadov krízy sa napokon rozhodla, že z pôvodného plánu poskytovať tieto prostriedky do júna 2020 upustí a predĺži ho pod PELTRO (*Pandemic emergency longer-term refinancing operations*) programom až do septembra 2021. Základom tohto programu je, že umožní aj bankám, ktoré vyčerpali TLTRO limit prístup k lacnej dlhodobej likvidite.

Uvoľnenie kapitálových požiadaviek

V rámci série opatrení ohlásených v reakcii na vypuknutie pandémie ECB oznámila, že banky môžu použiť kapitál a likvidné vankúše, ktoré na základe dovtedy platných požiadaviek naakumulovali na pôžičky spotrebiteľom, podnikateľom a iným bankám. Na základe vyhlásení ECB je možné konštatovať, že európske banky majú nahromadený dostatočný objem kapitálu a sú schopné odolať kríze akú pandémie COVID-19 priniesla. Vďaka takejto forme uvoľnenia kapitálu uvoľnila ďalších 120 miliárd EUR kapitálu, ktorý môže byť využitý na absorbovanie strát súvisiacich s pandemiou. ECB rovnako zvažuje prehodnotiť plánovaný harmonogram stres testov a predĺžiť termín na vykonanie nápravných opatrení, ktoré vyplynuli z predchádzajúceho testovania.

Pravidlá vykazovania zlyhaných úverov

ECB takisto upravila pravidlá vykazovania tzv. zlyhaných úverov. Vzhľadom na to, že aj vysoko bonitní dlžníci môžu mať dočasne významné problémy so splácaním, bankám bola ponúknutá možnosť uplatniť omnoho flexibilnejšiu škálu klasifikácie zlyhaných úverov.

Bankám bolo rovnako umožnené vyčleňovať nižší objem kapitálu na krytie takýchto strát, keďže akumulácia takýchto prostriedkov spomaľuje úverovanie ekonomiky.

Rozšírenie akceptovaného kolaterálu ako protihodnotu v rámci refinančných operácií

Pre participáciu na TLTRO alebo iných refinančných programoch ECB-ou je banka nútená vyčleniť vysoko kvalitný kolaterál ako ručenie za túto formu poskytnutých prostriedkov. ECB rozšírila zoznam akceptovaného kolaterálu ako protihodnotu prijatú do týchto operácií o aktíva ako napr. vládou garantované úvery, úvery nižšej kvality, úvery malých podnikov a iné, ktoré sa aktuálne v kolaterálovom rámci nenachádzajú. Jednou z výnimiek, pre akceptovaný kolaterál sú napr. vaiwer-e na grécke dlhopisy, ktoré vzhľadom na ich neinvestičný stupeň nemohli byť zahrnuté do akceptovaného kolaterálu. Rovnaký princíp bol aplikovaný aj na tzv. "Fallen angel" dlhopisy, tzn. dlhopisy, ktoré stratili svoj investičný rating. Zjednodušene povedané, ECB sa rozhodla dobrovoľne zvýšiť svoju expozíciu voči trhovému riziku v snahe umožniť bankám zúčastňovať sa na refinančných a úverových programoch.

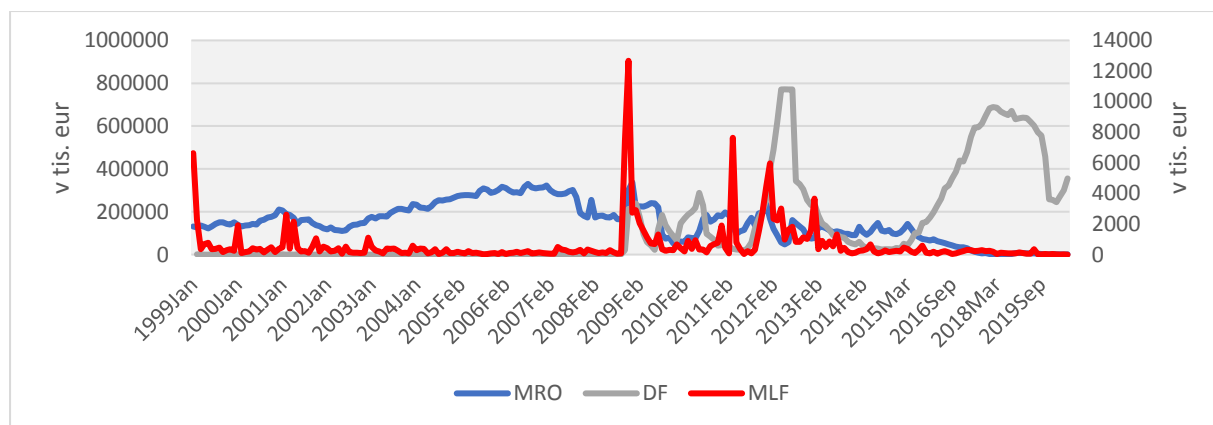
DÁTA A METODOLÓGIA

Cieľom tohto príspevku je zamerať sa na zmenu podoby menovej politiky v bezprostrednej nadväznosti na vypuknutie pandémie v marci roku 2020 a vyhodnotiť ako sa prijatie týchto opatrení premietlo do využívania operácií, ktoré ECB využíva na riadenie likvidity. V príspevku sú využité dáta dostupné na stránkach ECB, pričom údaje o jednotlivých typoch operácií sme sa zamerali na týždenné dáta aby bolo možné zachytiť bezprostrednú reakciu na vyhlásenie v zmysle forward guidance. Dáta sú ďalej upravované do formy medzimesačných prírastkov pre zobrazenie zmien správania subjektov v reakcii na opatrenia a medziročných prírastkov pre získanie úplnosti obrazu o rozsahu tejto zmeny. Je potrebné poukázať na fakt, že výpovedná schopnosť časového radu od vypuknutia pandémie je stále pomerne limitovaná vzhľadom na krátke obdobie jej trvania.

ANALÝZA DOPADOV PRIJATÝCH OPATRENÍ

Jedným z najvýznamnejších dôsledkov prijímania nových opatrení je, že vzhľadom na to, že ECB v súčasnosti pumpuje likviditu do eurosystému primárne prostredníctvom iných – nie tradičných - kanálov, využitie kedysi hlavných pilierov refinancovania ECB je dnes v porovnaní s nimi zanedbateľné. Na Grafe 1 je možné pozorovať, že objem financovania prostredníctvom jednodňovej facility je minimálny a objem financovania prostredníctvom MRO taktiež nenaznačuje výrazný záujem o túto formu týždňovej likvidity. Krátkodobá likvidita sa preto nezdá byť primárnym problémom z pohľadu subjektov bankového trhu v eurozóne.

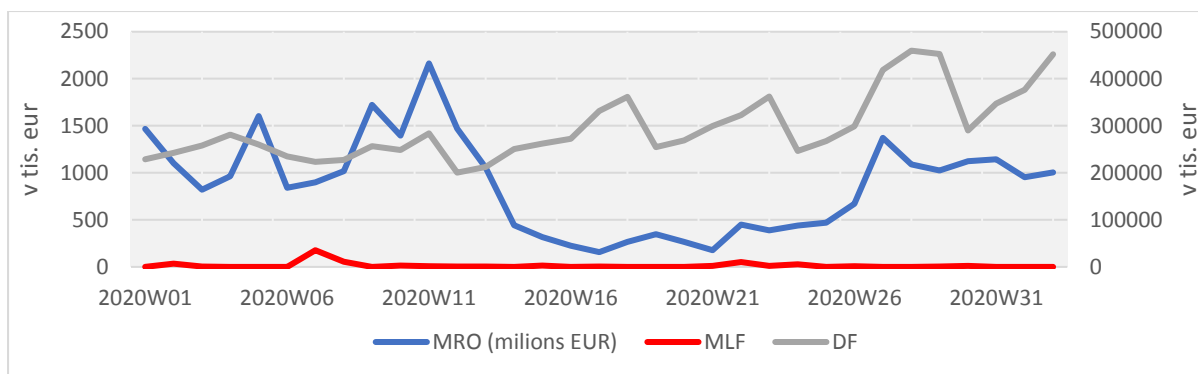
Graf 1 – Využitie hlavných refinančných a automatických operácií ECB od roku 1999



Zdroj: ECB

Graf 2 bližšie zobrazuje vývoj refinancovania v roku 2020. Využitie hlavných refinančných operácií jemne kopíruje tzv. lockdown obdobie, ich využitie po prvýkrát vzrástlo v marci roku 2020, druhýkrát v máji a túto úroveň si drží doteraz, kedy je opätovne scenár príchodu druhej vlny pandémie a možný lockdown diskutovaný v takmer všetkých krajinách eurozóny.

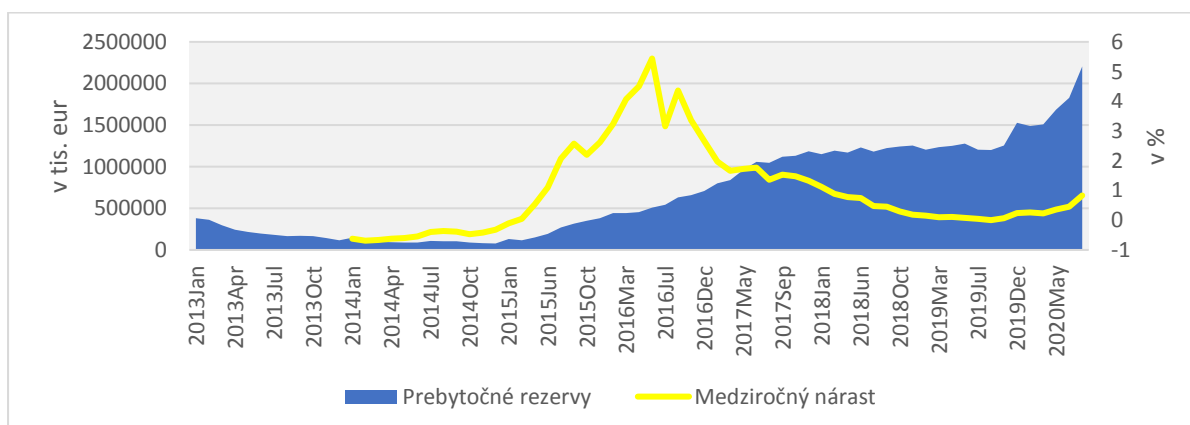
Graf 2 – Využitie hlavných refinančných a automatických operácií v období počas COVID-19



Zdroj: ECB

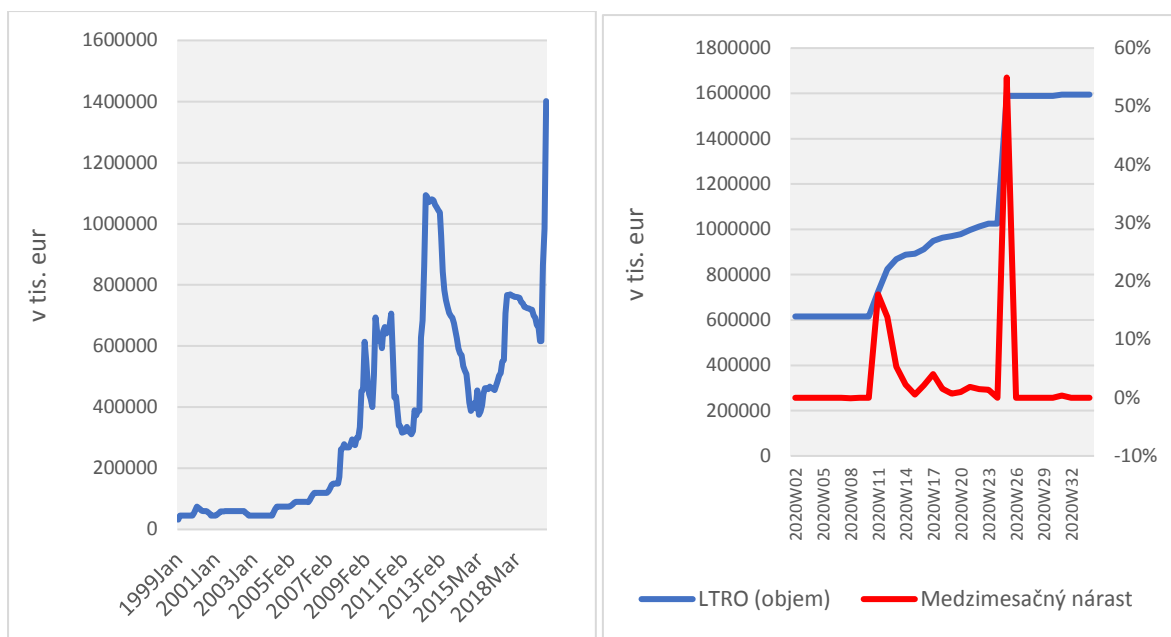
Od roku 2018 sa ECB darilo plniť svoj cieľ stimulovať úverovanie ekonomiky a znižovať objem využitia depozitnej facility, rovnako tak objem držby prebytočných rezerv. Následkom vypuknutia pandémie, približne v 10. týždni roku 2020 je však možné vidieť opätovný a neželaný nárast hromadenia prebytočných rezerv ako i zvýšenú participáciu na jednoduchých sterilizačných obchodoch. Tento jav nie je pre ekonomický výhľad pozitívny naznačuje, že opatrnosťné správanie zo strany komerčných bánk bude len ďalej akcelerovať spomalenie ekonomiky a pokles HDP.

Graf 3 Vývoj držby prebytočných rezerv na účtoch ECB



Zdroj: ECB

Graf 4 – Využitie dlhodobých refinančných operácií v období COVID-19

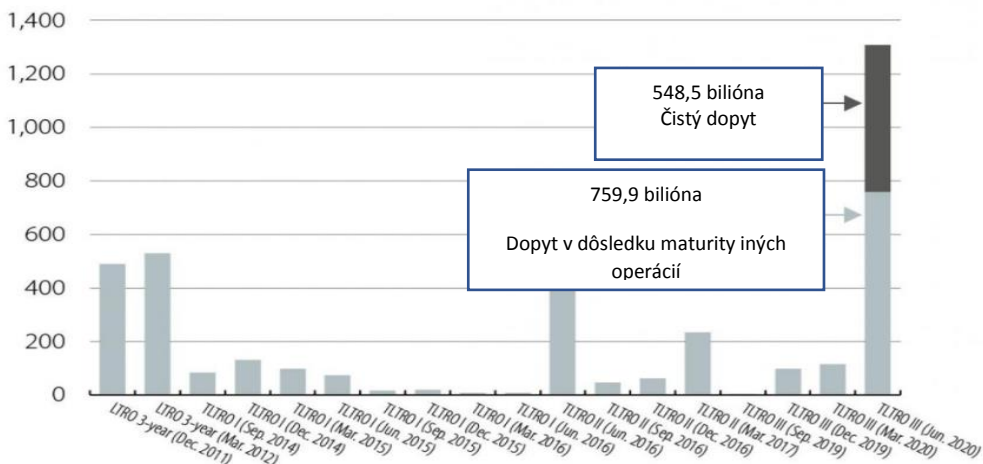


Zdroj: ECB

Využitie LTRO výrazne vzrástlo počas 3 období v histórii, a to krátko po vypuknutí finančnej krízy 2008, po druhý krát v čase dlhovej krízy, no objem financovania smerujúci do finančného sektora a prostredníctvom LTRO nebol nikdy tak vysoký ako v čase vypuknutia pandémie. Najvyššie prírastky využívania dlhodobých refinančných operácií sa prejavili v júni roku 2020. Tie navyše doplnené ešte vysokým objemom čerpanie prostriedkov vo forme TLTRO a PELTRO programov významne rozšírili jej celkovú bilanciu. Jednotlivé tranže dlhodobých refinančných operácií je možné pozorovať na grafe 5.

Graf 5 Tranže refinančných operácií ECB od roku 2011

(EUR billions)

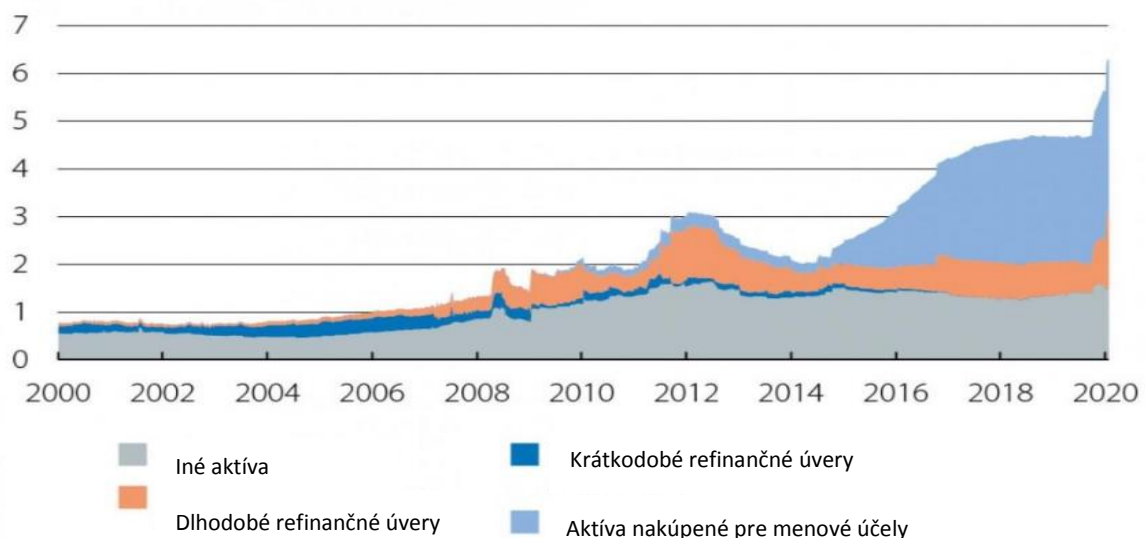


Zdroj: Caixa Bank Research

Spustenie týchto operácií sa už za prvé 4 mesiace primárne prejavilo v prudkom viac ako 35% rozšírení bilancie ECB, čo sa rovná nárastu, ktorú bilancia ECB dosiahla v roku 2012 a teda až celé 4 roky po vypuknutí finančnej krízy. Predchádzajúci kontinuálny pokles spôsobený znižovaním objemu nákupov v rámci jednotlivých programov ECB ako i maturitou jednotlivých aktív, ktorý trval od roku 2016 sa zastavil a objem celkovej bilancie začal opäť prudko rásť, pričom v júli 2020 predstavoval až 524 triliónov EUR.

Graf 5 Celkový objem bilancie ECB od roku 2016

(EUR trillions)



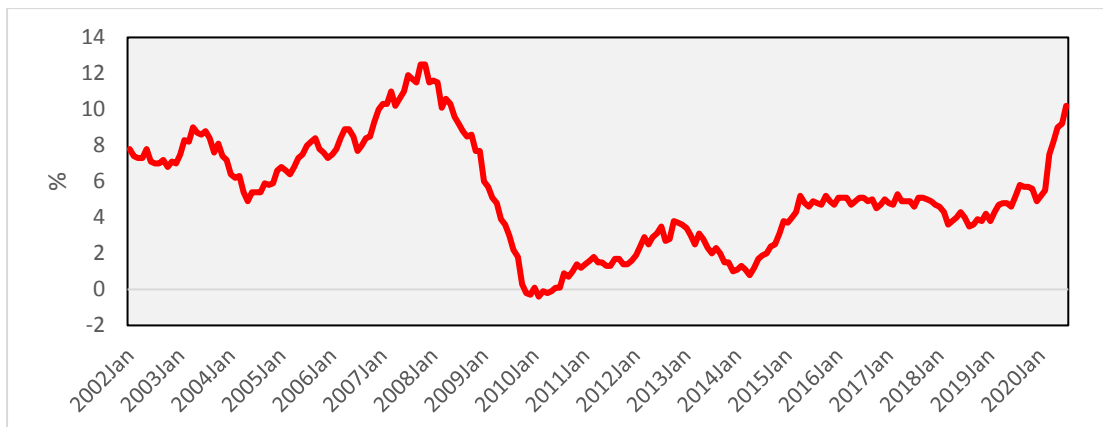
Zdroj: Caixa Bank Research

Pozn. krátkodobé a dlhodobé refinančné úvery predstavujú hlavne MRO a TLTRO operácie, aktíva pre menové účely najmä nákupy cez APP a PEPP programy ale zahŕňajú i predchádzajúce CBPP a SMP programy

Spustenie opatrení malo okamžitý viditeľný dopad aj na vývoj peňažného agregátu M3, ktorý začal od marca 2020 taktiež prudko narastať signalizujúc tak rastúci dopyt o likvidite, rovnako ako tendenciu preventívneho presunu k peňažným aktívam. Situácia je zobrazená na Grafe 6.

Pandémia predstavuje pre reálnu ekonomiku externý šok, ktorý spôsobuje, že kríza a narušenie financovania priebežných výdavkov ekonomických subjektov prichádza náhle a do veľkej miery limituje akomodáciu a možnosti substitúcie výpadku príjmov a výnosov. V čase pandemického lockdownu je úloha centrálnej banky mimoriadne dôležitá najmä pre absorpciu prvotného šoku. Poskytnutie likvidity musí byť navyše pretavené do presunu likvidity až k finálnym subjektom.

Graf 6 Medzimesačné prírastky menového agregátu M3

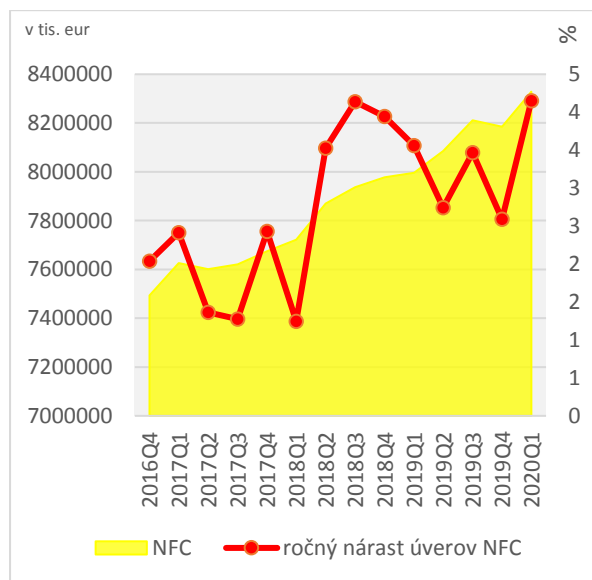


Zdroj: ECB

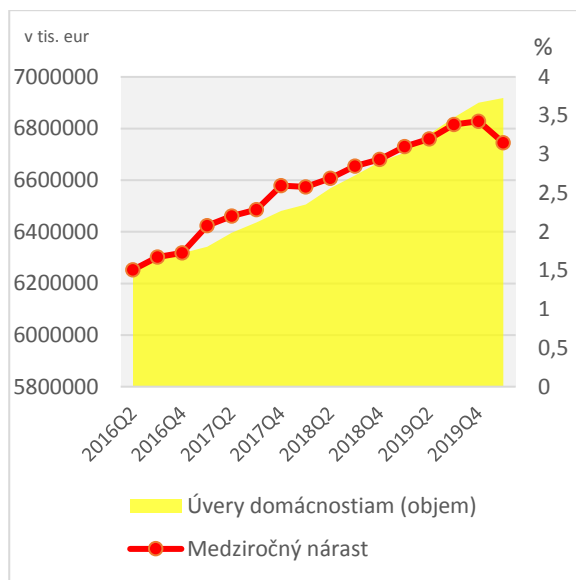
V tomto prípade boli výpadkami príjmov najviac zasiahnuté nefinančné korporácie a sektor domácností. V rámci eurozóny je možné pozorovať prudký medzročný nárast úverov nefinančným korporáciám v 1. kvartáli 2020. K zhoršovaniu podmienok na trhu práce došlo až

v druhom kvartáli, preto posúdiť zmenu v úverom domácnostiam ešte nie je možné na dostupnom časovom rade pozorovať.

Graf 7 – Rast úverov sektoru NFC



Graf 8 – Rast úverov sektoru domácností



Zdroj: ECB

ZÁVER

V závere je dôležité poznamenať, že samotná kríza spôsobená pandémiou má veľa spoločného s finančnou krízou z roku 2008. Okamžitý nárast potreby dlhodobého financovania sa prejavil jednak na ponuke dostupnej likvidity zo strany ECB ale i okamžitom náraste dopytu po týchto dlhodobých formách likvidity. Opätovné masívne rozšírenie objemu bilancie ECB tak bude trvať dlhšie obdobie a jej zužovanie pod vplyvom dlho diskutovanej exitovej stratégie zostáva v nedohľadne. Vývoj agregátu M3 odráža pomerne rýchly a vysoký nárast dopytu po likvidite a takmer okamžitý presun prostriedkov k peňažným formám likvidity. Na posúdenie hodnoty peňažného multiplikátora a efektívnosti úverovania reálnej ekonomiky je sledované obdobie príliš krátke, napriek tomu prvé známky zvyšovania úverov najviac zasiahnutým nefinančným korporáciám je možné vidieť už v prvom kvartáli roku 2020, čo súvisí do značnej miery s tým, že tieto spoločnosti sú do značnej miery ovplyvnené výpadkami dodávok a príjmov z krajín mimo európskeho kontinentu, ktoré boli pandémiou zasiahnuté už niekoľko týždňov skôr.

ZDROJE

SALMERON, Adria-Morrón,. 2020. The ECB's firewall against the COVID-19 crisis. In: CaixaBank Research MOnthly Report, July 2020, No. 447

DE GUINDOS, L. and SCHNABEL,I. 2020.: The ECB's commercial paper purchases: A targeted response to the economic disturbances caused by COVID-17, ECB blog post, 3 April 2020

ECB. Press conference releases 2020, available at:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/index.en.html>

KONTAKTNÉ ÚDAJE:

Ing. Barbora Stanová, PhD.

Ekonomická univerzita v Bratislava

Národohospodárska fakulta

Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava

barbora.stanova@euba.sk