

Vývoj prebytočnej likvidity v Eurozóne v kontexte nekonvenčnej menovej politiky realizovanej v reakcii na pandémiu Covid-19¹

Development of excess liquidity in the Euro area in the context of unconventional monetary policy implemented in response to the Covid-19 pandemic

Mário ZEMAN

Abstrakt

Pokračovanie programu APP a prijatie programu PEPP dynamicky zvýšilo objem držanej prebytočnej likvidity komerčných bánk v období po vypuknutí pandémie Covid-19. Táto prebytočná likvidita nie je v rámci Eurozóny distribuovaná rovnomerne. Na základe rôznych pomerových ukazovateľov môžeme konštatovať, že pomerne menej prebytočnej likvidity komerčných bánk sa nachádza v krajinách PIIGS, či v krajinách Pobaltia a na Slovensku. Prebytočná likvidita komerčných bánk sa vo významnej miere nachádza v krajinách, ktoré majú vyspelý finančný trh, prípadne v krajinách, ktoré majú významný bankový sektor.

Kľúčové slová: PEPP, APP, prebytočné rezervy, prebytočná likvidita, Eurozóna, Covid-19

Abstract

The continuation of the APP program and the adoption of the PEPP program have dynamically increased the amount of excess liquidity held in the period following the outbreak of the Covid-19 pandemic. This excess liquidity is not evenly distributed within the Eurozone. Based on various relative indicators, we can state that relatively less excess liquidity of commercial banks is located in the PIIGS countries or the Baltic countries and Slovakia. Excess liquidity of commercial banks is found to a significant extent in countries with a developed financial market or countries with a significant banking sector.

Key Words: PEPP, APP, excess reserves, excess liquidity, eurozone, Covid-19

JEL Classification: E41, E52, E58, G21

¹ Tento článok je výstupom vedeckého projektu VEGA 1/0221/21 „Úrokové sadzby v prostredí s digitálnou menou centrálnej banky“ a projektu I-21-104-00 „Analysis of the heterogeneity of euro area countries and its implications for the implementation of the ECB's monetary policy“.

Úvod

V súčasnosti využívanom koncepte frakčného bankovníctva platí, že komerčné banky sú nútené časť prijatých vkladov nevyužívať na aktívne operácie, ale miesto toho ich odložiť ako rezervy. Minimálny objem rezerv, ktoré je centrálna banka povinná držať zvyčajne stanovuje centrálna banka prostredníctvom nástroja povinných minimálnych rezerv. Komerčná banka môže držať aj rezervy, ktoré sú nad rámec povinných minimálnych rezerv. Takéto rezervy definujeme ako prebytočné (excess reserves).

Prebytočné rezervy môžeme deliť na tzv. dobrovoľné a nedobrovoľné. Dobrovoľné prebytočné rezervy vznikajú vtedy, ak komerčná banka vytvára výraznejší objem rezerv z dôvodu určitých interných, či externých faktorov. Môže ísť napríklad o predpoklad výraznejšej finančnej krízy, či o očakávanie, že v blízkej budúcnosti sa zvýši objem vyberaných depozít zo strany vkladateľov. Hlavným dôvodom tvorby dobrovoľných prebytočných rezerv je teda očakávanie, že v blízkej budúcnosti budú tieto rezervy potrebné. Na druhú stranu, nedobrovoľné prebytočné rezervy komerčných bánk vznikajú vtedy, ak komerčná banka drží tieto rezervy nedobrovoľne. To znamená, že komerčná banka nevie tieto rezervy žiadnym spôsobom využiť – či už na úverovanie, alebo na kúpu iných aktív.

Problematika výrazných prebytočných rezerv komerčných bánk na účtoch v centrálnej banke je pomerne nový fenomén, s ktorým sa významnejšie stretávame od vypuknutia finančnej krízy v roku 2008. Môžeme konštatovať, že prebytočné rezervy komerčných bánk sú priamym následkom realizovanej nekonvenčnej menovej politiky zo strany jednotlivých centrálnych bánk. Prebytočné rezervy komerčných bánk primárne rástli v dôsledku uskutočneného kvantitatívneho uvoľňovania. To dokazuje aj fakt, že prebytočné rezervy komerčných bánk vznikali vo všetkých štátoch, kde sa tento nekonvenčný nástroj menovej politiky využíval. Rast prebytočných rezerv komerčných bánk sme tak zaznamenali v USA, v Eurozóne, v Kanade, či v Japonsku. Špecifickým prípadom je Veľká Británia, v rámci ktorej môžeme taktiež vnímať výrazný rast rezerv komerčných bánk. Bank of England však nevyužíva nástroj povinných minimálnych rezerv a preto je pomerne ťažké určiť, ktorú časť rezerv je možné označiť za prebytočnú. Súčasný objem prebytočných rezerv komerčných bánk môžeme do významnej miery považovať za nedobrovoľné. Časť týchto rezerv však do istej miery reflektuje nepriaznivú ekonomickú situáciu vo svete a zvýšené riziko, ktoré súvisí s ekonomickými následkami pandémie Covid-19.

V rámci Eurozóny panuje špecifická situácia ohľadom vykazovania prebytočných rezerv. Komerčné banky môžu v Eurozóne držať svoje rezervy na troch rozdielnych účtoch,

ktoré spravuje Európska centrálna banka. Z tohto dôvodu v Eurozóne rozlišujeme tzv. prebytočné rezervy a prebytočnú likviditu. Medzi tieto účty patria:

- a) Bežný účet (Current Account). Tento účet primárne slúži na držanie povinných minimálnych rezerv. Komerčná banka však môže na tomto účte držať finančné prostriedky nad úrovňou povinných minimálnych rezerv. Tieto nadmerné rezervy definujeme ako prebytočné rezervy.
- b) Účet depozitnej facility, na ktorý môžu komerčné banky automaticky uložiť svoje ceznočné prebytočné finančné prostriedky.
- c) Účet termínovaných vkladov (Fixed-term Deposits), ktorý sa však v súčasnosti prakticky nevyužíva. Komerčné banky historicky držali na tomto účte rezervy, ktoré boli určené pre špecifické menovo-politické operácie. Išlo napríklad o sterilizáciu aktív, ktoré boli nakúpené prostredníctvom programu SMP. [10]

Za prebytočné rezervy v kontexte Eurozóny sa považujú rezervy komerčných bánk, ktoré sú uložené na bežnom účte nad rámec povinných minimálnych rezerv. Súčet všetkých rezerv komerčných bánk, ktoré sa nachádzajú na uvedených troch účtoch sa nazýva prebytočná likvidita (excess liquidity).

Komerčné banky držali pôvodne väčšinu svojej prebytočnej likvidity na účte depozitnej facility, nakoľko bol tento účet úročený sadzbou jednodňových sterilizačných operácií. Odkedy sa však táto úroková sadzba znížila na nulu (a následne do záporu), tak väčšia časť bánk drží prebytočnú likviditu na bežnom účte. Od roku 2014 platí rovnaká záporná úroková sadzba pre bežný účet a depozitnú facility. Z tohto hľadiska sú teda komerčné banky indiferentné v tom, na ktorom účte držia prebytočnú likviditu.

Reakcia Európskej centrálnej banky na pandémiu Covid-19

V reakcii na pandémiu Covid-19 a s ňou súvisiacu zhoršenú ekonomickú a finančnú situáciu vo svete prijala Európska centrálna banka (ECB) hneď niekoľko opatrení. Tie sa primárne týkali zmien v realizovanej menovej politike, či úpravy pravidiel bankového dohľadu. Európska centrálna banka si stanovila šesť základných oblastí pomoci. V rámci nich si následne indikovala jednotlivé ciele:

- a) Snaha pomôcť ekonomike absorbovať šok spôsobený pandémiou Covid-19.
- b) Udržanie dostupného úverovania.
- c) Podpora zlepšenia prístupu k úverovaniu pre firmy a domácnosti.

- d) Zabezpečiť, aby krátkodobé obavy z negatívneho vývoja nezabránili zníženiu tempa úverovania.
- e) Navýšenie úverovej kapacity komerčných bánk.
- f) Udržanie finančnej stability prostredníctvom medzinárodnej spolupráce. [4]

V marci 2020 Európska centrálna banka spustila špeciálny program kvantitatívneho uvoľňovania pod názvom PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Cieľom tohto programu je zabrániť závažným rizikám, ktoré mohli ovplyvniť transmisný mechanizmus menovej politiky Európskej centrálnej banky v nadväznosti na vypuknutie pandémie Covid-19.

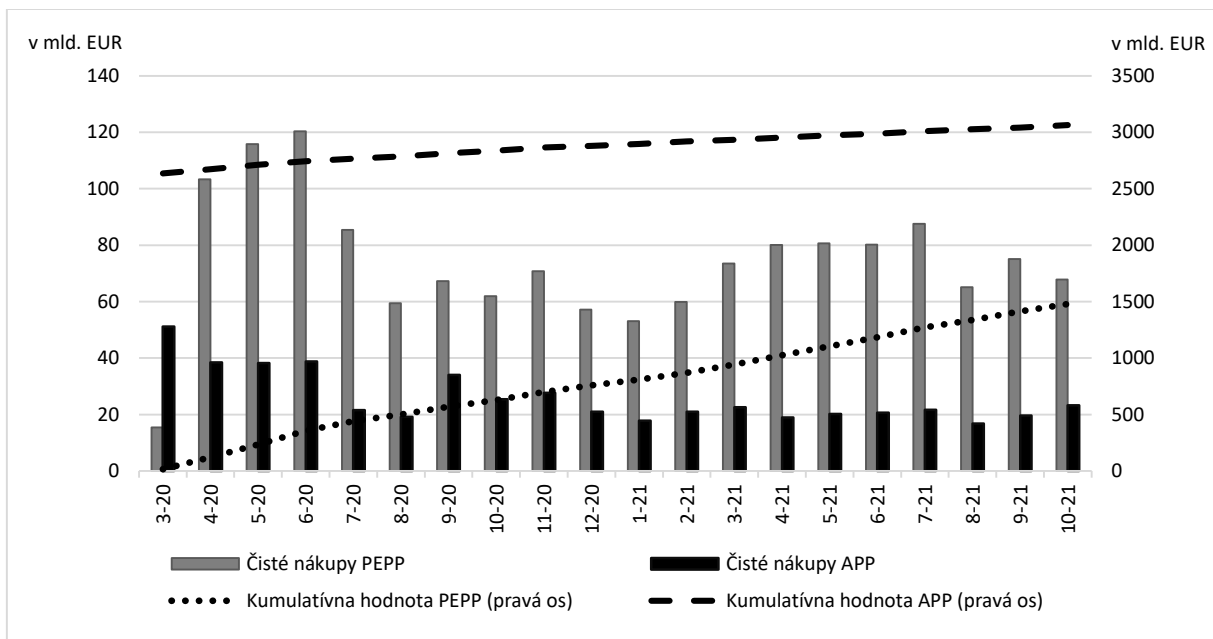
Prostredníctvom PEPP nakupuje ECB všetky typy súkromných a verejných dlhopisov, ktoré je možné vykupovať v rámci programu APP. Rozšírili sa možnosti pre výkup korporátnych dlhopisov – či už v rámci CSPP alebo PEPP. Po novom je možné vykupovať dlhopisy, ktoré majú minimálnu splatnosť 28 dní. Čo sa týka verejných dlhopisov, tie musia mať minimálnu dĺžku splatnosti na úrovni 70 dní a maximálne 30 rokov a 364 dní. Podľa pôvodného plánu mal byť celkový objem programu PEPP na úrovni 750 mld. EUR. Počas roka 2020 sa však jeho objem dva krát navyšoval. 4. júna 2020 sa objem PEPP navýšil o 600 mld. EUR na úroveň 1 350 mld. EUR. Na konci roka 2020 (10. decembra) sa PEPP navýšil o ďalších 500 mld. EUR na súčasnú úroveň 1 850 mld. EUR. [6]

Ukončenie čistého výkupu aktív cez program PEPP je nateraz naplánovaný na marec 2022. Naďalej sa však budú realizovať reinvestície finančných prostriedkov zo splatených dlhopisov. Tieto reinvestície majú prebiehať až do konca roka 2023. V kontexte aktuálneho vývoja pandémie Covid-19 sa však dá predpokladať, že sa v nasledujúcom období daný program ešte rozšíri a predĺži. V súčasnosti je totiž maximálny objem PEPP takmer naplnený. K 26. novembru 2021 drží Európska centrálna banka cez program PEPP aktíva v celkovej hodnote 1 536 mld. EUR. [7]

Aj po zavedení programu PEPP sa naďalej realizovali nákupy aktív prostredníctvom programu APP. Za obdobie od marca 2020 do októbra 2021 sa prostredníctvom programu APP nakúpili aktíva v kumulatívnej hodnote 517 mld. EUR. V porovnaní s PEPP ide o výrazne menší objem. V konečnom súčte ale platí, že za 20 mesiacov pandemického obdobia Európska centrálna banka vykúpila aktíva v celkovej hodnote 2 053 mld. EUR. Tempo výkupu aktív prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania sa tak výrazne zvýšilo. Pre porovnanie, počas piatich rokov programu APP (od roku 2015 do vypuknutia pandémie) sa celkovo vykúpili aktíva v hodnote 2,6 bln. EUR.

Ako ilustruje graf. č. 1 najvýznamnejší výkup aktív prostredníctvom programu PEPP sa realizoval hneď po vypuknutí pandémie Covid-19 - v mesiacoch apríl, máj a jún 2020. V nasledujúcich letných a jesenných mesiacoch sa aj v dôsledku zlepšenia situácie v Európe mierne znížilo tempo nákupu aktív zo strany Európskej centrálnej banky. Z dôvodu ďalších opatrení, ktoré nadväzovali na nasledujúce vlny pandémie sa však výkup aktív na začiatku roka 2021 zvýšil na úroveň približne 80 mld. EUR mesačne.

Graf č.1: Čisté nákupy aktív prostredníctvom programov PEPP a APP a ich kumulatívna hodnota (v mld. EUR).



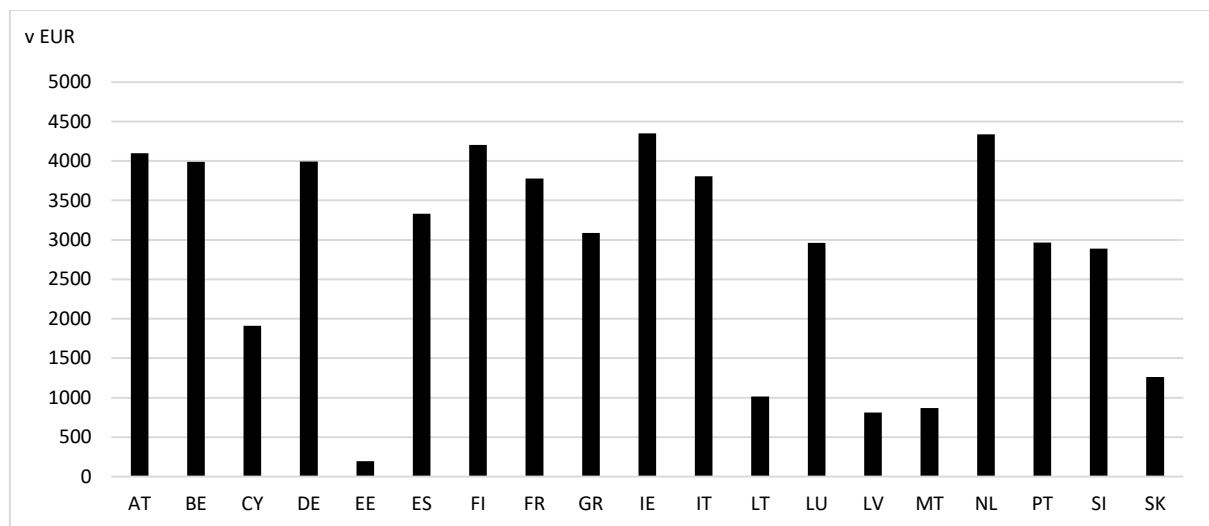
Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Do určitej miery je zaujímavý pohľad na rozdelenie vykupovaných verejných dlhopisov podľa emitenta. Samotná Európska centrálna banka deklarovala, že bude nákupy verejných dlhopisov realizovať pomerne flexibilne. Nemala tak stanovený presný kľúč, pomocou ktorého dané dlhopisy vykupovala.

V prípade, ak prepočítame kumulatívny objem nakúpených verejných dlhopisov na jednotlivé krajiny a per capita zistíme, že v rámci eurozóny môžeme badať určitú variabilitu. V rozmedzí 3 000 EUR až 4 500 EUR per capita sa nachádza väčšina krajín spolu s najvýznamnejšími európskymi ekonomikami, ako napríklad Nemecko, Francúzsko, Holandsko, Taliansko, či Španielsko. V rozmedzí 190 EUR až 1 262 EUR per capita sa nachádzajú primárne menšie krajiny, ako Slovensko, Litva, Lotyšsko, Malta, či Estónsko.

Špecifickým prípadom je Cyprus, ktoré sa nachádza medzi týmito dvomi skupinami krajín na úrovni 1 911 EUR per capita.

Graf č.2: Kumulatívna hodnota nákupov verejných dlhopisov prostredníctvom programu PEPP per capita za sledované obdobie (v EUR)



Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Cieľ práce a metódy práce

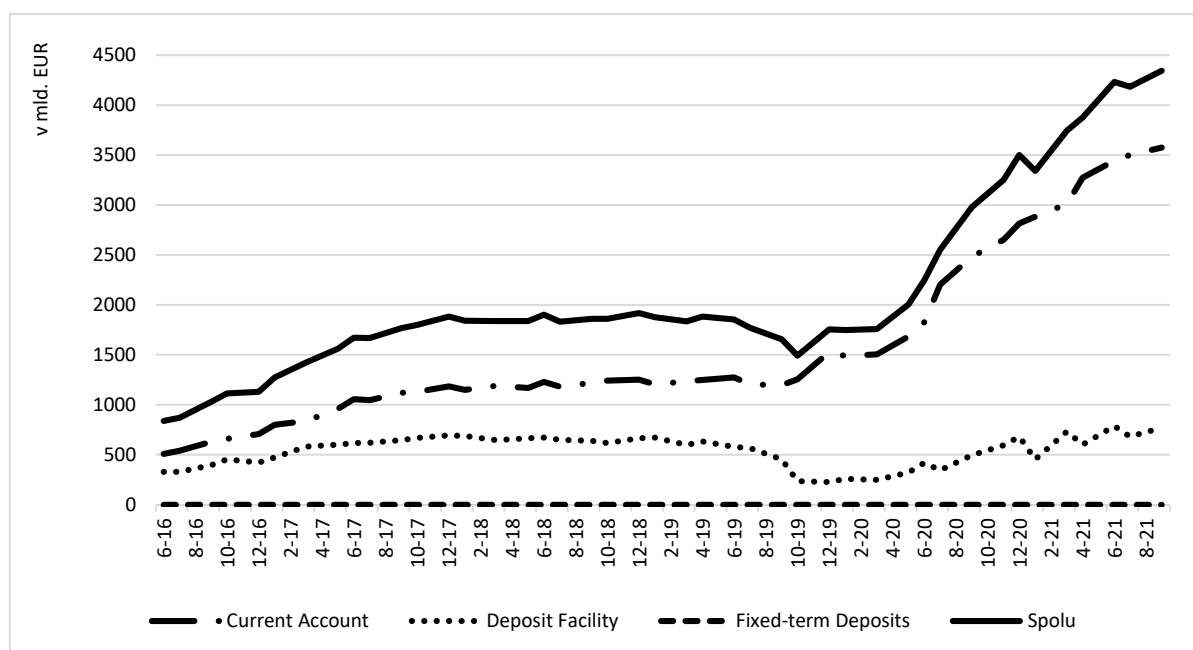
Cieľom tohto príspevku je porovnať a posúdiť vývoj prebytočnej likvidity držaných komerčnými bankami na účtoch v centrálnej banke po vypuknutí pandémie Covid-19, a v nadväznosti na prijaté menovo-politické opatrenia. Budeme analyzovať vývoj v rámci jednotlivých krajín Eurozóny s poukázaním na rozdielny vývoj v jednotlivých krajinách. Budeme teda sledovať, ako opatrenia Európskej centrálnej banky ovplyvňujú veľkosť prebytočnej likvidity komerčných bánk v Eurozóne.

Vývoj prebytočnej likvidity komerčných bánk na účtoch v centrálnej banke posúdime z absolútneho, ale aj relatívneho hľadiska. Analyzujeme, v ktorých krajinách sa zvýšila prebytočná likvidita najviac a pri ktorých najmenej. V práci budeme využívať voľne prístupné databázy Európskej centrálnej banky (SDW) a Svetovej banky. Sledovať budeme obdobie od vypuknutia pandémie Covid-19 v marci 2020. Ide o pomerne krátke obdobie, počas ktorého však môžeme badať výrazné zmeny v objeme prebytočnej likvidity držanej komerčnými bankami v Eurozóne.

Vývoj prebytočnej likvidity komerčných bánk držaných na účtoch v centrálnej banke po vypuknutí pandémie Covid-19

Pandémia Covid-19 a reakcia zo strany Európskej centrálnej banky výrazne zvýšila objem držanej prebytočnej likvidity komerčnými bankami. V celkovom vyjadrení môžeme badať nárast prebytočnej likvidity po prijatí menovo-politických opatrení a najmä po spustení programu PEPP. Graf č.3 ukazuje, ako výrazne sa zvýšila prebytočná likvidita v Eurozóne. Objem držaných prebytočných rezerv sa zvyšuje na bežnom účte, ale aj na účte depozitnej facility. Drvivá väčšina likvidity sa však koncentruje práve na bežnom účte. Pred spustením programu PEPP držali komerčné banky v Eurozóne prebytočnú likviditu v celkovom objeme 1,7 bln. EUR. K septembru 2021 sa tento objem vyšplhal na úroveň 4,34 bln. EUR. Môžeme teda konštatovať, že nekonvenčné menové opatrenia zo strany Európskej centrálnej banky viedli k výraznému zvýšeniu prebytočnej likvidity v Eurozóne. Zároveň sa potvrdilo, že v rámci účtu termínovaných vkladov komerčné banky nedržia žiadnu prebytočnú likviditu.

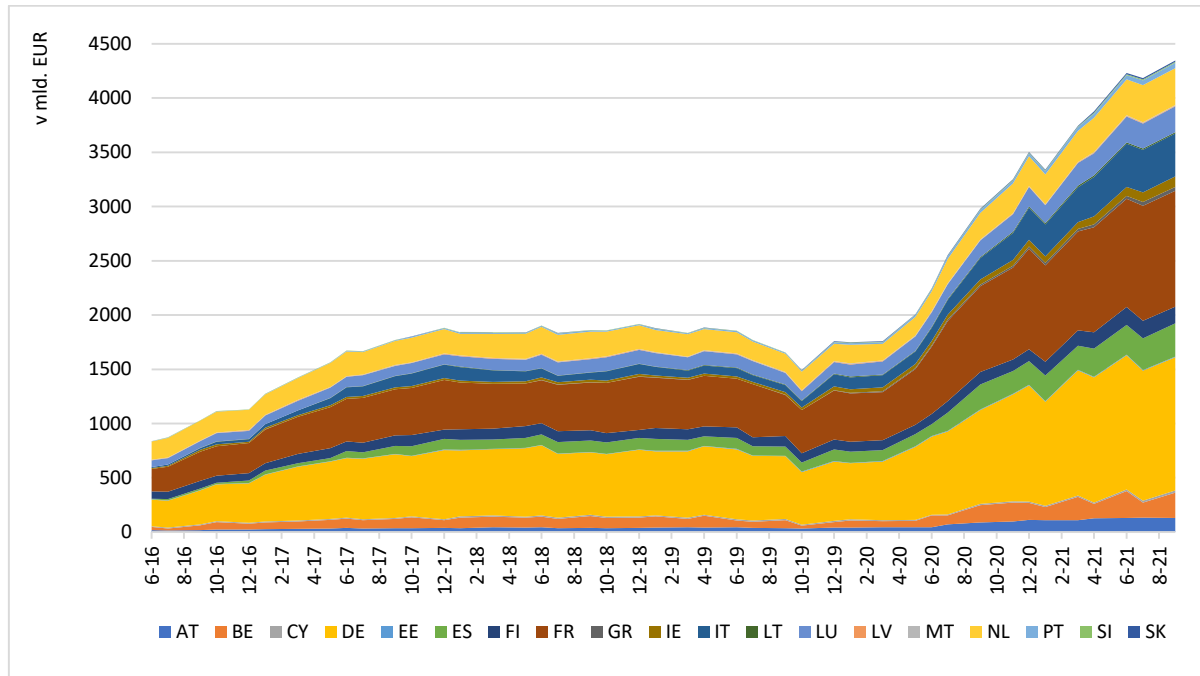
Graf č.3: Prebytočná likvidita komerčných podľa rozloženia v rámci jednotlivých účtov



Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Z absolútneho hľadiska nie je prebytočná likvidita v rámci Eurozóny distribuovaná rovnomerne. Najväčší objem prebytočnej likvidity sa logicky nachádza v najvýznamnejších ekonomikách Eurozóny (graf č. 4). Menovite ide o Nemecko, Francúzsko, Holandsko, Taliansko, či Španielsko. Špecifickým prípadom je Luxembursko, ktoré má v absolútnom vyjadrení značne vysokú prebytočnú likviditu. Súvisí to so špecifickou štruktúrou ekonomiky Luxemburska, v rámci ktorej dominuje finančný a bankový sektor.

Graf č.4: Prebytočná likvidita komerčných bánk podľa jednotlivých krajín eurozóny v rokoch 2016 až 2021 (v mld. EUR)

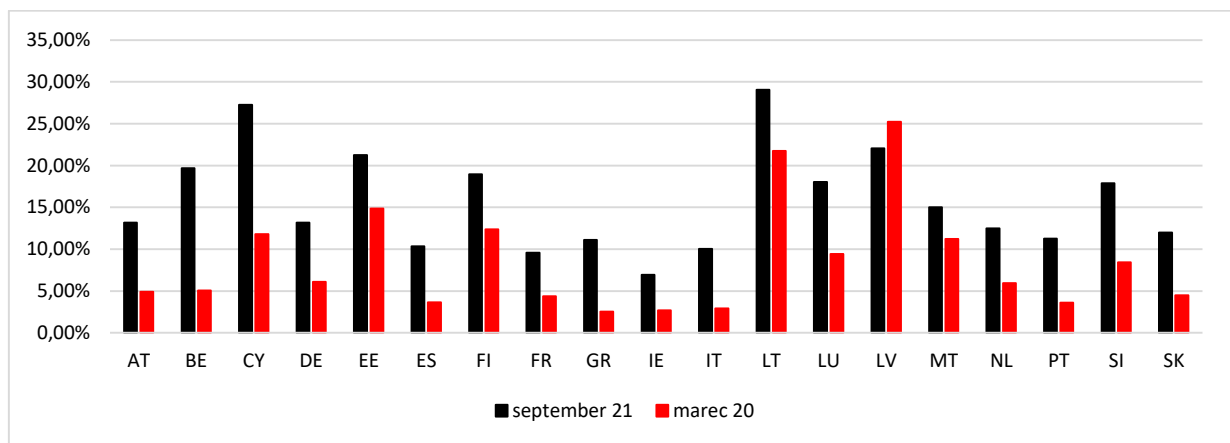


Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Na problematiku prebytočnej likvidity je možné nazerať aj prostredníctvom relatívnych ukazovateľov. Zmeny v celkovom objeme prebytočnej likvidity tak môžeme vnímať v kontexte veľkosti populácie, hrubého domáceho produktu, či celkových aktív komerčných bánk.

Na grafe č.5 môžeme vidieť, ako sa zmenil podiel prebytočnej likvidity na celkových bankových aktívach v jednotlivých krajinách Eurozóny. Veľmi výrazný rast prebytočnej likvidity môžeme badať v Belgicku a na Cypre. Oproti predchádzajúcemu obdobiu môžeme sledovať, že prebytočná likvidita začala výraznejšie rásť aj v krajinách, v ktorých do vypuknutia pandémie nebol alokovaný výrazný objem prebytočnej likvidity. Príkladom môžu byť niektoré krajiny z neformálneho zoskupenia PIIGS, ktoré aj pre dlhodobé problémy ich finančných sektorov mali pomerne nízku prebytočnú likviditu. Výrazný nárast prebytočnej likvidity môžeme badať aj na Slovensku. V súčasnosti majú najvyšší objem prebytočnej likvidity vyjadrených voči aktívam bánk v Litve a to na úrovni takmer 30%. V sledovanom období objem prebytočnej likvidity stúpol v každej krajine Eurozóny s výnimkou Lotyšska.

Graf č.5: Podiel prebytočnej likvidity na celkových bankových aktívach (v %)



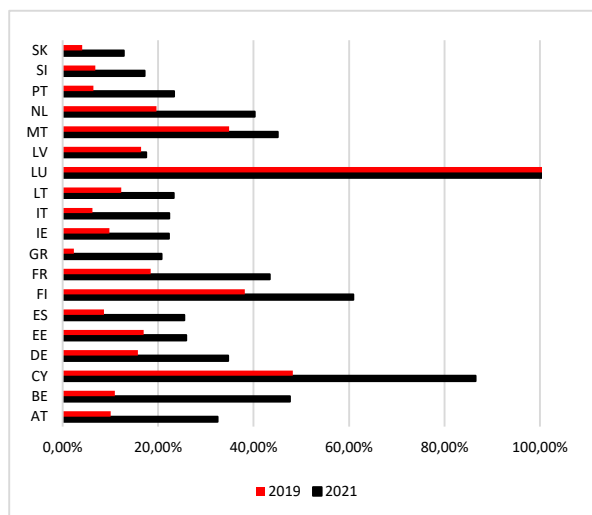
Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Počas posledných dvoch rokov sa výrazne zvýšil pomer prebytočnej likvidity komerčných bánk voči HDP danej krajiny Eurozóny (graf č. 6). Najmarkantnejší rast môžeme vnímať v prípade Luxemburska, kde prebytočná likvidita je vo výške takmer 340% HDP. V kontexte celej Eurozóny ide o naozaj extrémne číslo, ktoré primárne súvisí s abnormálne veľkým bankovým sektorom v Luxembursku voči celkovej ekonomickej výkonnosti krajiny. Pomerne podobným prípadom je aj Cyprus, kde sa nachádza prebytočná likvidita komerčných bánk na úrovni 86,52%. V rámci tohto pomerového ukazovateľa je Slovensko krajina, s najnižšou prebytočnou likviditou, aj keď aj na Slovensku môžeme badať významný nárast v pandemickom období. Pomerne nízky rast prebytočnej likvidity vyjadrenej voči HDP krajiny môžeme opäť sledovať v krajinách Pobaltia a v Slovinsku.

Graf č.6: Podiel prebytočnej likvidity na HDP krajín

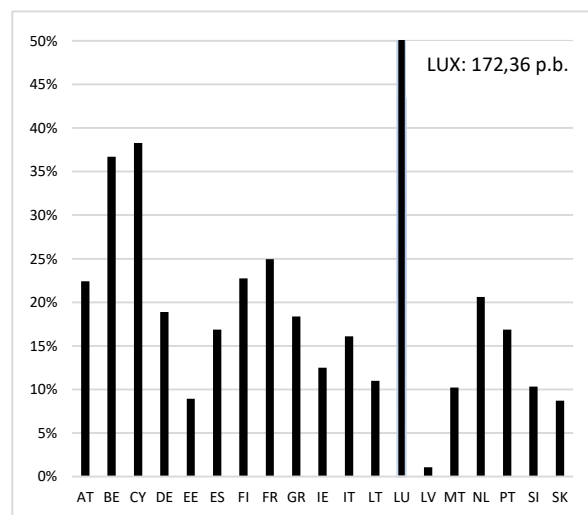
Graf č.7: Podiel prebytočnej likvidity na HDP krajín

eurozóny v rokoch 2019 a 2021 (v %)



Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

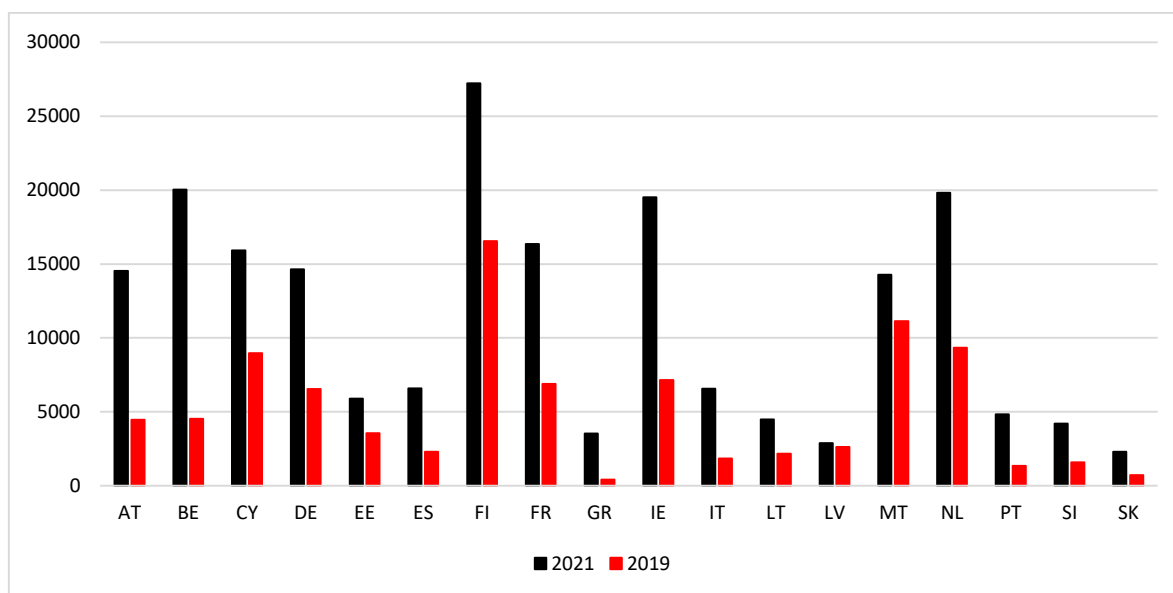
eurozóny. Rozdiel medzi rokom 2019 a 2021 (v perc. b.)



Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

V prípade prepočtu prebytočnej likvidity komerčných bánk na 1 obyvateľa môžeme vidieť výraznú diskrepanciu. Pri desiatich krajinách Eurozóny vidíme objem prebytočnej likvidity komerčných bánk na jedného obyvateľa nad úrovňou 14 000 EUR. Do tejto kategórie spadajú dve ekonomicky najsilnejšie krajiny – Nemecko a Francúzsko. Okrem toho tu môžeme zaradiť Rakúsko, Belgicko, Cyprus, Maltu, Holandsko alebo Írsko. Naopak, vo zvyšných deviatich krajinách Eurozóny vidíme prebytočnú likviditu komerčných bánk per capita na úrovni nižšej ako 7 000 EUR. V tejto kategórii sa nachádzajú najmä krajiny, ktoré mali počas európskej dlhovej krízy výrazné ekonomické problémy (Portugalsko, Grécko, Španielsko, Taliansko) a krajiny, ktoré patria medzi tzv. nové členské štáty Európskej únie (Slovinsko, Slovensko, Lotyšsko, Litva a Estónsko). Z tohto hľadiska teda môžeme vidieť výrazné rozdelenie krajín Eurozóny do dvoch skupín.

Graf č.8: Veľkosť prebytočnej likvidity komerčných bánk na 1 obyvateľa (v EUR)



Zdroj: vlastné spracovanie, dáta (SDW ECB, 2021)

Záver

Na základe predložených dát môžeme konštatovať, že program PEPP a pokračovanie programu APP počas obdobia pandémie Covid-19 výrazne zvýšil objem prebytočnej likvidity držanej v Eurozóne komerčnými bankami. Rozdelenie prebytočnej likvidity však zostáva nerovnomerné. Na základe relatívnych pomerových ukazovateľov môžeme vidieť, že výrazne menej prebytočnej likvidity komerčných bánk sa nachádza v nových členských štátoch Európskej únie a taktiež v krajinách, ktoré zasiahla výrazne zasiahla dlhová kríza. Bez ohľadu na to, prebytočná likvidita výrazne rástla v každej krajine Eurozóny. Čiastočnou výnimkou je Lotyšsko, kde prebytočná likvidita v pomere k celkovým bankovým aktívam klesla. V relatívnych ukazovateľoch sa najviac prebytočnej likvidity nachádza v Luxembursku, čo je spôsobené aj špecifickou ekonomickou štruktúrou tejto krajiny. Slovenské komerčné banky majú v kontexte celej Eurozóny pomerne nízky objem prebytočnej likvidity. Dynamika ich rastu je však od vypuknutia pandémie Covid-19 pomerne výrazná.

Použitá literatúra:

- [1] BALDO, L. et al. The distribution of excess liquidity in the euro area. In *Occasional Paper Series*. Frankfurt am Main: ECB, 2017, č. 200.
- [2] BEAUPAIN, R. – DURRÉ, A. Excess liquidity and the money market in the euro area. In *Journal of Macroeconomics*. Amsterdam: Elsevier, 2015, roč. 47, č. 1, s. 33 – 44. ISSN: 0164 – 0704.
- [3] BINDSEIL, U. Excess reserves and the implementation of monetary policy of the ECB. In *Working Paper Series*. Frankfurt am Main: ECB, 2004, č. 361. ISSN: 1561 – 0810.

- [4] EUROPEAN CENTRAL BANK. Our response to the coronavirus pandemic. 2021. Dostupné online: <<https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>>
- [5] EUROPEAN CENTRAL BANK. *Legal Framework of the Eurosystem and the European System of Central Banks*. 1. vydanie. Frankfurt am Main: Official Journal of the European Union, 2014. s. 24. ISSN: 1831-1881.
- [6] EUROPEAN CENTRAL BANK. Pandemic emergency purchase programme (PEPP). 2021. Dostupné online: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>>
- [7] EUROPEAN CENTRAL BANK. Pandemic emergency purchase programme (PEPP). Questions and Answers. 2021. Dostupné online: <<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/pepp-qa.en.html>>
- [8] EUROPEAN CENTRAL BANK. Monetary policy decisions. Press Release (10. december 2020). Dostupné online: <<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.en.html>>
- [9] MACCHIARELLI, C. Post-crisis excess liquidity and bank lending. In *Monetary Dialogue*. Brusel: European Department, 2018.
- [10] PICHLER, D a kol. Excess liquidity and bank lending risks in the euro area. In *Policy Contribution Issue n'16*. Brusel: ECON, 2018. Dostupné online: <<https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2018/09/PC-16-2018.pdf>>

Kontaktné informácie:

Ing. Mário Zeman

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Národohospodárska fakulta

Ekonomická univerzita v Bratislave

Dolnozemska cesta 1

852 35 Bratislava – Petržalka

Slovenská republika

mario.zeman@euba.sk