

ECB jde dále, než se čekalo

11. března 2016

Valentine AINOUS, Strategy and Economic Research

Didier BOROWSKI, Research, Strategy and Analysis

Bastien DRUT, Strategy and Economic Research

Situace pro ECB se v poslední době stávala více a více obtížnou: inflace se pohybovala blízko historických minim, což platilo pro jádrovou i hlavní inflaci, hrozba dalšího posilování efektivního kurzu společné evropské měny a zhoršení vyhlídek růstu světové ekonomiky. ECB výrazně snížila svoji předpověď pro rok 2016, kdy očekává inflaci pouze na úrovni 0,1 % (oproti původně avizovanému růstu o 1 %) a pomalejší ekonomický růst (1,4 % místo původně odhadovaných 1,7 %). V roce 2018 očekává centrální banka inflaci pouze na úrovni 1,6 %.

Za těchto podmínek bylo nezbytné jednat a překonat zklamání, které tržím přineslo prosincové zasedání ECB (prodloužení programu kvantitativního uvolňování a snížení depozitní sazby na minus 0,30 %). Tentokrát ECB učinila razantnější změnu ve své měnové politice:

Snížila hlavní sazby: Základní úrokovou sazbu ECB snížila na 0 % z 0,05 %, zápůjční sazbu na 0,25% z 0,3 % a depozitní sazbu na -0,4 % z -0,3 %.

Zvýšení objemu kvantitativního uvolňování z 60 miliard na 80 miliard € měsíčně. Zvýšení limitů na emitenta a emisi z 33 % na 50 %.

Rozšíření programu kvantitativního uvolňování o dluhopisy nefinanční institucí, které mají investiční rating.

Čtyři nová kola TLTRO (dodávky likvidity bankám) se splatností 4 roky s úroky v rozmezí 0 % až -0,4 %, ECB. Centrální banka poskytne komerčním bankám půjčky v rozsahu maximálně 30 % jejich úvěrového portfolia skládajícího se z úvěrů nefinančním podnikům a úvěrů domácnostem (bez hypoték). ECB tak de facto bude platit komerčním bankám za to, že si od ní budou půjčovat peníze.

Mario Draghi, šéf ECB, jasně uvedl, že ECB nemá zájem dále snižovat úrokové sazby, ačkoliv tato možnost není oficiálně vyloučena. Pokud to bude potřeba, může ECB mobilizovat další nekonvenční opatření. Toto prohlášení lze brát jako ústupek komerčním bankám, které se začaly obávat o svou profitabilitu.

Objem nakoupených aktiv by měl vzrůst o 240 mld. €, což představuje 2,2 % HDP eurozóny. Celkový objem nakoupených aktiv by měl pak dosáhnout 1 800 mld. €, což představuje 16,5 % HDP eurozóny. Navýšení programu je významné, nicméně nakonec zaostalo za odhady trhu, který kalkuloval s nárůstem mezi 300 a 500 mld. €.

Rozšíření kvantitativního uvolňování o podnikové dluhopisy nefinančních institucí. Cílem tohoto opatření je snížit rizikovost a napětí na kreditních trzích. Indikátor finančního stresu, který ECB sleduje, se dostal v posledních týdnech na nejvyšší úroveň od roku 2012. Toto opatření by mělo nepřímo podpořit investice do rizikovějších aktiv.

Horizont pro likvidní operace (TLTRO). ECB spouští čtyři nová kola dodávek likvidity pro banky se splatností 4 roky. První TLTRO se uskuteční v červnu, další v září, potom prosinci a poslední v březnu příští rok. To znamená, že splatnost posledních dodávek nastane až v roce 2021!

Výše úrokové sazby, za kterou si banky budou půjčovat od ECB v rámci TLTRO (dodávek likvidity) bude závislá na tom, jaký objem úvěrů poskytnout banky do reálné ekonomiky. V praxi budou dodávky likvidity poskytovány s nulovým úrokem. Banky, které v období od 1.2.2016 do 31.1.2018 dodají na trh více úvěrů, než je stanovený benchmark ECB, získají dodávky likvidity od centrální banky retrospektivně se záporným úrokem, tj. ECB jim za jejich aktivitu zaplatí. Neaktivnější banky pak mohou dosáhnout až na sazbu -0,4 % (depozitní sazba). Tímto opatřením chce ECB retroaktivně neutralizovat účinek záporných úrokových sazeb na profitabilitu bank.

Očekáváme pozitivní reakci na trhu podnikových dluhopisů. V současné době je na trhu 653 mld. € dluhopisů, které splňují kritéria ECB. To představuje 37 % všech euro dluhopisů s investičním ratingem. Ačkoliv v tento moment nemáme více detailů ohledně nákupů podnikových dluhopisů (maturita, sektor, země), toto opatření zcela jistě ještě zesílí orientaci trhu na hledání výnosu a zvýší odchylky v ocenění na evropském dluhopisovém trhu.

Cílem tohoto opatření je bezesporu vyřešit problém s nedostatkem dluhopisů na trhu, které mohou být nakupovány v rámci programu kvantitativního uvolňování. Podle současného klíče by německá Bundesbank neměla na konci roku 2017 možnost nakupovat německé vládní dluhopisy, protože by na trhu v tento moment už žádné nebyly. Rozšíření programu kvantitativního uvolňování umožní zrychlit tempo programu, což by za stávajících podmínek jinak nebylo možné.

Neměli bychom přeceňovat vliv nových opatření na fundament firem, na jejichž dluhopisy se vztahují nová pravidla kvantitativního uvolňování. Výnosy u podnikových dluhopisů s investičním ratingem jsou v dnešní době již velmi nízké a mnoho na tom nezměnily ani nedávné turbulance na finančních trzích. Na rozdíl od SME podniků, nebyly větší businessy penalizovány v současném prostředí přísnějšími podmínkami při poskytování úvěrů. Dluhopisy nefinančních firem s investičním ratingem profitovaly z rostoucí poptávky ze strany investorů. Tyto firmy tak benefitovaly z velmi nízkých sazeb a vzhledem k příznivým podmínkám na trhu svůj dluh prodlužovaly, což jim ve výsledku pomohlo výrazně snížit finanční náklady. Navíc finanční potřeby firem jsou v prostředí nízkého ekonomického růstu omezené. Velikost trhu zůstává v posledních letech stabilní. Zatímco od konce roku 2008 se trh zvětšil o 20 %, mezi lety 2000 a 2008 narostl o 376 %.

Nová opatření budou mít limitující vliv na německé vládní dluhopisy, ale měly by přinést pozitivní dopady na dluhopisy periferních zemí. Vzhledem k rozsahu snížení sazeb a stanovisku ECB, že už nemá záměr dál snižovat úrokové sazby, by německá výnosová křivka měla být tlačena postupem času k vyšším úrovním. Především výnosy na delším konci německé křivky by mohly mírně vzrůst. Důvodem je mimo jiné fakt, že německá Bundesbank může nyní nakupovat v rámci programu kvantitativního uvolňování dluhopisy se splatností delší než 3 roky, zatímco před snížením sazeb musela své nákupy omezit na dluhopisy se splatností 6,5 let a delší, tj. dluhopisy, které měly výnos nad úroveň depozitní sazby. Rozšíření programu by se mělo pozitivně projevit na dluhopisech periferních zemí.

Oslabování eura není pro ECB už takovou prioritou jako v minulosti. Měnová politika ECB od roku 2015 významně oslabil kurz společné evropské měny. Čisté odlivy kapitálu jsou nyní už extrémně velké a k oslabení eura by tak bylo potřeba velmi agresivní snížení úrokových sazeb, což se nestalo. Zdá se tak, že oslabování eura není pro ECB už takovou prioritou jako v minulosti.

Jak efektivní bude měnová politika?

To je klíčová otázka. Mario Draghi správně prohlásil, že bez kvantitativního uvolňování by eurozóna byla v deflaci. Nekonvenční nástroje měnové politiky jsou hlavním důvodem, proč úrokové sazby a výnosy na trhu poklesly, banky rozšířily úvěry SME podnikům a došlo ke snížení spreadu u úvěrů poskytovaných velkým korporacím a SME firmám.

Co se týče dopadu negativních sazeb na bankovní sektor, tak je potřeba zdůraznit následující: bankovní sektor jako celek byl schopen doposud kompenzovat nižší zisky z úrokových příjmů vyšším objemem poskytnutých úvěrů. Vzhledem k tomu, že současný pokles úrokových sazeb je zároveň doprovázen opcí, která bankám umožňuje získat od ECB půjčky se záporným úrokem, měnová politika by měla mít limitující dopad na profitabilitu bank.

Budoucí dopad měnových opatření na růst HDP nepřeceňujeme. Jedna věc je udržovat finanční podmínky na úrovních, které pomáhají růstu domácí ekonomiky (toto ECB právě dělá), a druhá věc je akcelerace růstu světové ekonomiky, kterou ale v dohledné budoucnosti pravděpodobně neuvidíme.