



Účasť domácich bánk na operáciách menovej politiky ECB a ich obchodná aktivita na peňažnom trhu eurozóny v roku 2012

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Uplynulý rok bol pre domáce banky už štvrtým rokom ich pôsobenia na medzibankovom trhu eurozóny. Vzájomná prepojenosť obchodnej aktivity na peňažnom trhu s účasťou na menovopolitických operáciách závisí od schopnosti domácich bánk prefinancovať likviditné potreby obchodmi na peňažnom trhu, ktorý pre ne predstavuje primárny spôsob obstarania si zdrojov. Limitujúcim faktorom pri aktivite na peňažnom trhu boli dva trojročné tendre, ktoré do značnej miery vplývali na jednotlivé segmenty trhu. Ďalšími dôležitými faktormi boli rozhodnutia ECB o znížení výšky minimálnych rezerv a najmä o neúročení jednoduchých vkladov deponovaných prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií. Tie podstatne formovali správanie subjektov na peňažnom trhu pri riadení krátkodobej likvidity. Porovnaním obchodnej aktivity na národnej úrovni s európskou sa identifikujú príčiny pretrvávajúcich rozdielov v štruktúre a významnosti jednotlivých častí peňažného trhu.

1. ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK NA OPERÁCIÁCH MENOVEJ POLITIKY ECB

1.1. Menovopolitické aktivity ECB

Na začiatku roku 2012 sa podľa trhových analytikov viditeľne zlepšila nálada na globálnom finančnom trhu vďaka uskutočneným trojročným refinančným tendrom, ktoré prispeli k utlmeniu obáv z prípadných negatívnych efektov plynúcich z nedostatku zdrojov. V opačnom prípade by banky eurozóny čelili výraznej redukcii bilancií, obmedzeniu poskytovania úverov nefinančným subjektom (domácnostiam a korporátnym subjektom), v dôsledku čoho by hrozilo zintenzívnenie poklesu ekonomickej aktivity v eurozóne. Podľa väčšiny analytikov sa dodaním mimoriadnych zdrojov do bankového sektora týmto negatívam predišlo a pomohlo aspoň stabilizovať situáciu na finančnom trhu. Uvoľnené napätie sa prenieslo napr. do značnej korekcie rizikových prirážok na periférnom dlhopisovom trhu.

Prerušenie pozitívnej nálady na prelome prvého štvrťroka súviselo s napätím spojeným so španielskymi verejnými financiami, naďalej sa zhoršujúcimi podmienkami v španielskej ekonomike a v domácich bankách pre problémy na realitnom trhu. Tieto problémy viedli k zintenzívneniu špekulácií na trhu, či krajina požiada medzinárodných veriteľov o záchrannú finančnú pomoc. Problémy v domácom bankovom sektore sa vyskytli aj v menších krajinách, a to na Cypre (z dôvodu užšej prepojenosti cyperských bánk s gréckymi) a v Slovinsku (z dôvodu problémov na realitnom trhu). Neistotu vyvolávalo aj zhoršenie výhľadu ekonomík v eurozóne, na ktoré podľa analytikov

reagovala ECB v júli znížením kľúčových úrokových sadzieb o 25 bázických bodov na najnižšie úrovne od vzniku eurozóny. Posun sadzby jednoduchých sterilizačných operácií na 0% vyvolal špekulácie trhu týkajúce sa jej prípadného zníženia do záporného pásma.

Viditeľný obrat v nálade na globálnom finančnom trhu nastal až po komentároch prezidenta ECB M. Draghiho v júli 2012, ktorý zdôraznil pripravenosť ECB prijať akékoľvek opatrenia na záchranu eura. Následne sa zosilnili očakávania trhu, pokiaľ ide o ďalšie mimoriadne opatrenia. ECB naplnila tieto očakávania oznámením programu priamych menových transakcií (Outright Monetary Transactions – OMT) so zameraním na nákup štátnych dlhopisov vybraných krajín, pričom zároveň ukončila výkon programu pre trhy s cennými papiermi (Securities Markets Programme – SMP).

Pod vplyvom zavedenia programu OMT, síce neaktivovaného, sa viditeľne uvoľnilo napätie na globálnom finančnom trhu, čo viedlo ku korekcii výnosových kriviek periférnych dlhopisov na niekoľkomesačné minimá. Pozitívnym bolo aj získanie dôvery investorov na dlhopisovom trhu periférnych krajín. Navyše niektorým z nich sa tým umožnil návrat na primárny dlhopisový trh (Írsku a Portugalsku). Napriek tomu však obavy zo zhoršeného výhľadu ekonomík najmä periférnych krajín pretrvali, preto vzrástli špekulácie o ďalšom možnom uvoľnení menovej politiky. V tejto súvislosti sa podľa trhových analytikov najčastejšie spomínala možnosť posunúť úrokovú sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií do negatívneho pásma.



1 Prostriedky kumulované na bežných účtoch sa úročia len do výšky stanoveného priemeru minimálnych rezerv.

1.2. Refinancovanie domácich bánk prostredníctvom vybraných operácií

Domáce banky ani počas minulého roka podstatnejšie nezmenili spôsob refinancovania očakávaných likviditných potrieb, naďalej ich primárne pokrývali obchodmi na peňažnom trhu v rámci vlastnej bankovej skupiny. Prípadná participácia na akejkoľvek refinančnej operácii závisela od toho, či sa s danou splatnosťou alternatívne obchodovalo na peňažnom trhu, od parametrov danej operácie (jej atraktivity) a od naplnenia kreditných línií medzi subjektmi navzájom.

Keďže krátkodobú likviditnú potrebu pokrývali v plnej miere obchodmi na peňažnom trhu, na týždňových hlavných refinančných operáciách (MRO) sa zúčastňovali len v prípade naplnenia kreditných línií. Takýto prípad sa však vyskytoval len veľmi zriedkavo. Podobné dôvody platili aj pre dlhodobejšie refinančné operácie v dĺžke jedného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv (MP LTRO), ktoré banky využili len na uľahčenie riadenia likvidity počas príslušného obdobia. Vzhľadom na možnosť refinancovať likviditné potreby prostredníctvom obchodov na peňažnom trhu bola účasť v trojmesačných tendroch len veľmi zriedkavá.

V rámci refinančných operácií domáce banky preferovali trojročné tendre, ktorých atraktivita spočívala v dĺžke ich splatnosti a možnosti predčasne splatiť zvolenú čiastku po prvom roku.

Čerpanie refinančných zdrojov prostredníctvom jednoduchých refinančných operácií naďalej patrilo k veľmi zriedkavo využívanej možnosti, keďže domáce banky mali dostatočný prístup ku zdrojom na medzibankovom trhu.

1.3. Sterilizovanie voľných prostriedkov prostredníctvom operácií ECB

Domáce banky využívali primárne obchody na peňažnom trhu nielen na zabezpečenie likvidity, ale aj na umiestnenie jej dočasného prebytku. Realizácia vkladov v ECB závisela od trhových podmienok, a to od naplnenia kreditných línií, ochoty protistrán prijímať vklady a obzvlášť od cien depozít.

Prebytok likvidity mohol byť uložený v ECB buď prostredníctvom jednoduchých sterilizačných operácií alebo prostredníctvom doladovacieho tendra na 7 dní. Domáce banky využívali jednoduchové sterilizačné operácie intenzívnejšie ku koncu udržiavacieho obdobia, keď odčerpávali prebytočné rezervy z bežných účtov, aby zbytočne nenavýšovali plnenie minimálnych rezerv a najmä aby prostredníctvom týchto operácií zúročili prebytočné rezervy.¹ Keďže sa od januárového udržiavacieho obdobia v roku 2012 prestal uskutočňovať O/N doladovací tender na odčerpávanie naakumulovaného prebytku (zvyčajne v posledný deň udržiavacieho obdobia), najmä v posledný deň udržiavacieho obdobia sa rozšíril okruh domácich bánk využívajúcich depozitné operácie pri súčasnom náraste jednoduchých vkladov.

Ďalšiu možnosť na uloženie voľných prostriedkov mali banky prostredníctvom doladovacieho

tendra na 7 dní. Keďže majoritná časť ponúk do sterilizačného tendra sa kumulovala maximálne do jedného bázického bodu nad úroveň jednoduchých sterilizačných operácií, banky túto možnosť nevyužívali. Navyše ponuky pri marginálnej úrokovej sadzbe neboli plne uspokojené, ale pomerne krátené na nižšie čiastky.

Atraktivitu zúčastňovať sa na 7-dňovom sterilizačnom tendri zvykol zvýšiť výsledok predošlej aukcie, ak marginálna sadzba výraznejšie stúpila nad bežne akceptovanú úroveň. Niektoré protistrany účasťou len testovali príležitosť získať lepšie zúročenie voľných prostriedkov v porovnaní s trhom, preto predkladali ponuky za úrokové sadzby výrazne vyššie, ako je bežne akceptovaná úroveň.

Po zavedení nulovej úrokovej sadzby na jednoduchové sterilizačné operácie nenastala zmena v správaní domácich bánk, pokiaľ ide o účasť na 7-dňovom sterilizačnom tendri, keďže sa jeho prémia voči jednoduchým sterilizačným operáciám stále udržiavala na veľmi nízkej úrovni vo výške jedného bázického bodu. Jednoduchové sterilizačné operácie využíval len zriedkavo užší okruh domácich bánk.

1.4. Riadenie krátkodobej likvidity

Domáce banky pokračovali v riadení likvidity takým spôsobom, že začiatkom každého udržiavacieho obdobia zintenzívnili kumuláciu voľných prostriedkov na bežných účtoch. Toto správanie spôsobilo výrazný nadstav plnenia minimálnych rezerv, ktorý postupne znižovali presunom nadbytočných prostriedkov na úročené depozitné operácie. Podobný spôsob riadenia likvidity, t. j. predzásobenie sa likviditou vopred na začiatku každého udržiavacieho obdobia, sa zaznamenal na úrovni eurozóny.

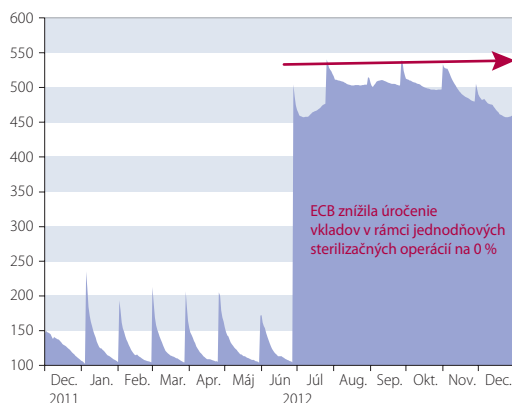
Medzi domácimi bankami sa však vyskytli aj také subjekty, ktoré začínali každé udržiavacie obdobie vo výraznom kumulatívnom podstave likvidity. Na úroveň kumulatívneho splnenia minimálnych rezerv sa dostali prevažne v priebehu druhej polovice obdobia. Takýto prístup si potom nevyžadoval intenzívnejšie využívanie depozitných operácií.

Riadenie likvidity, či už na úrovni eurozóny alebo na úrovni domácich bánk, sa viditeľne zmenilo po tom, čo ECB znížila úrokovú sadzbu jednoduchých sterilizačných operácií na 0% (od júlového udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv, ktoré sa začalo 11. 7. 2012). Dôsledkom toho domáce banky prestali výraznejšie využívať jednoduchové sterilizačné operácie a prebytočné prostriedky ponechávali vo vyšších sumách na bežných účtoch. Toto správanie však prudko zvýšilo prepĺňanie minimálnych rezerv. Niekoľko domácich bánk však pokračovalo v presúvaní voľných prostriedkov v rámci jednoduchých sterilizačných operácií aj napriek tomu, že táto možnosť oproti deponovaniu prebytočných rezerv v plnej miere na bežnom účte neprinesla žiadny úrokový efekt.

Podľa vyjadrení viacerých trhových analytikov na úrovni eurozóny boli najčastejšími argumentmi v prospech využívania jednoduchých sterilizačných operácií aj napriek ich neúročeniu požia-

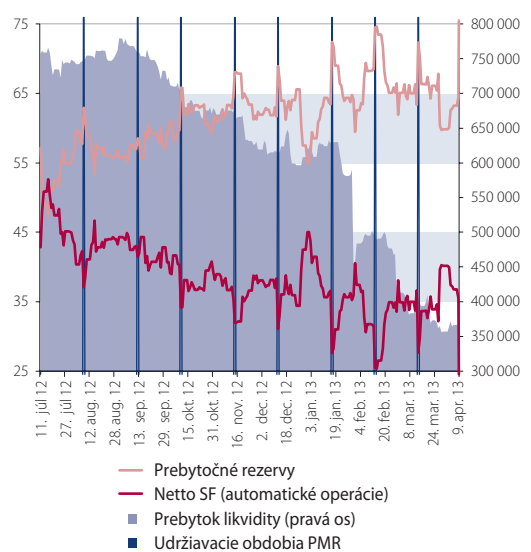


Graf 1 Kumulatívne plnenie minimálnych rezerv na úrovni eurozóny (v %)



Zdroj: ECB.

Graf 2 Štruktúra prebytku likvidity v eurozóně po znížení úročenía jednodňových sterilizačných vkladov na 0 % (v mld. EUR)



Zdroj: ECB.

2 Ročný obrat obchodov na peňažnom trhu eurozóny tvorí súčet obchodov domácich bánk pôsobiacich v SR na oboch stranách, a to na nákupnej, ako aj na predajnej strane podľa upraveného „denného výkazu V (NBS) 14-98“. Vykazuje sa tak dvojnásobok skutočne zobchodovaného objemu.

davky miestnych regulátorov a interné predpisy bánk vyžadujúce od dealerov, aby riadili likviditu spôsobom minimalizácie kumulatívneho preplnenia minimálnych rezerv nad úroveň 100,00 %. V druhom prípade išlo o zotrvačnosť procesov niektorých bánk pri riadení likvidity.

Len na ilustráciu uvádzame, že po znížení úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na 0% sa banky eurozóny rozdelili do dvoch skupín podľa toho, akým spôsobom pokračovali v riadení prebytku likvidity. Od implementácie 0-percentnej sadzby banky eurozóny zvyšovali kumuláciu prebytočných rezerv na bežných účtoch. Ich podiel na celkovom prebytku likvidity vzrástol nad úroveň 60 %.

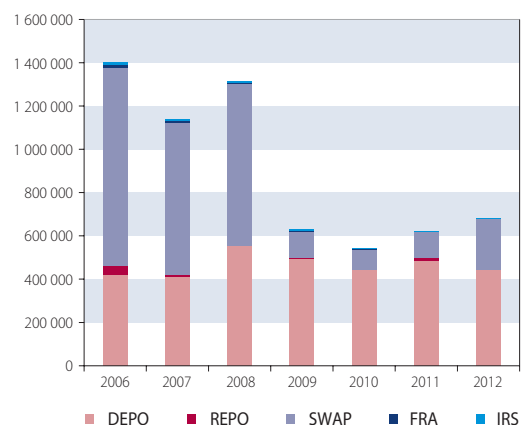
2. OBCHODOVANIE DOMÁCIH BÁNK NA PEŇAŽNOM TRHU EUROZÓNY

Obchodná aktivita domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny zaznamenala v roku 2012 podstatnejšie zmeny nielen v celkovej zobchodovanej sume, ale aj v samotnej štruktúre. Ročný obrat² obchodov druhý rok po sebe vzrástol o 9% na 681 mld. €, čo je najväčšia zobchodovaná suma od vstupu SR do eurozóny. Na zvýšení obratu sa podieľali výlučne len menové swapové obchody, pretože využívanie ostatných nástrojov na peňažnom trhu kleslo.

V štruktúre zobchodovaných nástrojov naďalej dominovali depozitné obchody, po nich nasledovali menové swapy. Ich poradie sa od vstupu do eurozóny nezmenilo. Majoritný podiel si udržali depozitné obchody, a to aj napriek miernemu poklesu druhý rok po sebe, ktorý v roku 2012 súvisel pravdepodobne s účasťou na trojročných tendroch a čiastočným presunom aktivity na nástroje s nižším stupňom kreditného rizika (menové swapy). Oba nástroje sa využívali pri riadení likvidity na pokrytie likviditnej potreby.

S ostatnými nástrojmi sa obchodovalo podstatne menej. V porovnaní s rokom 2011 klesol počet repo obchodov, pričom počet domácich bánk využívajúcich tento nástroj sa nezmenil. S nástrojom FRA sa vôbec neobchodovalo a v prípade obchodov IRS nastali minimálne zmeny.

Graf 3 Celkový obrat a štruktúra obchodov domácich bánk na peňažnom trhu (v mil. EUR)



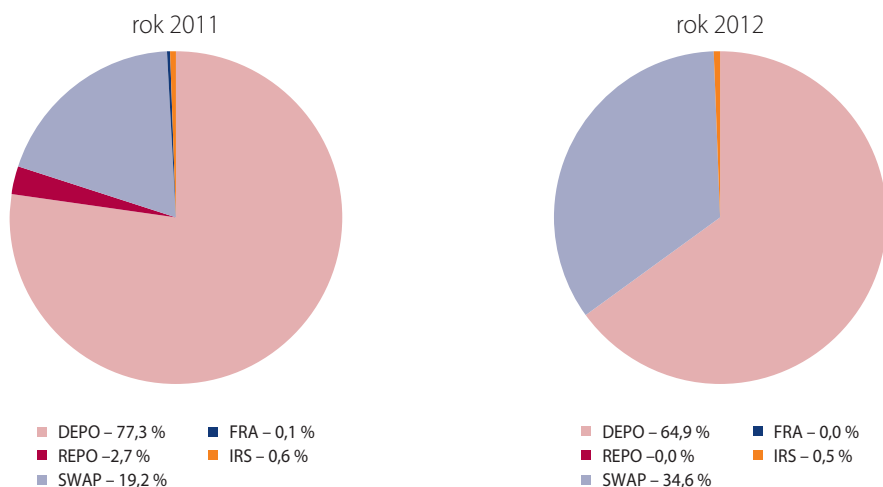
Zdroj: NBS.

V geografickej štruktúre protistrán nastali v roku 2012 podstatnejšie zmeny, keď domáce banky navýšili celkové obchody s protistranami, ktoré pôsobia mimo územia SR (s nerezidentmi), na 88%, čo je najväčší podiel od vstupu do eurozóny. Všetky nástroje peňažného trhu boli takmer plne zobchodované s nerezidentmi, len depozitné obchody aj s rezidentmi s podielom 18% (najnižší stav od roku 2009).

V štruktúre obchodov podľa dĺžok splatností nastali miernejšie zmeny v koncentrácii transakcií do najkratších segmentov. V rámci nich zostali najviac obchodované jednodňové transakcie s podielom nad 85%. Obchodná aktivita pri depozitných a swapových obchodoch sa v menšej miere uskutočňovala aj so splatnosťou do jedného mesiaca. Väzanie prostriedkov na kratšie obdobie poskytovalo väčšiu flexibilitu pri riadení likvidity a táto zvýšená koncentrácia okrem iného súvisela s neochotou



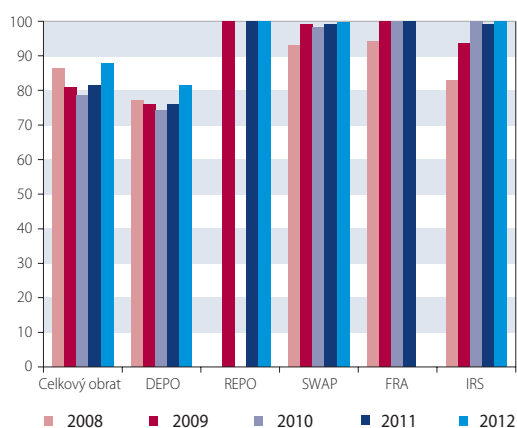
Graf 4 Štruktúra obchodov domácich bánk na peňažnom trhu podľa jednotlivých nástrojov (v %)



Zdroj: NBS.

Poznámka: DEPO – nezabezpečené obchody, REPO – zabezpečené obchody.

Graf 5 Podiel nerezidentov na obchodoch (v %)



Zdroj: NBS.

požičiavať na dlhšie obdobie. V prípade nutnosti zaobstarat si prostriedky na dlhšie obdobie, než bolo bežné na peňažnom trhu eurozóny, domáce banky sa zúčastňovali na dlhodobjších refinančných operáciách ECB (najmä na trojročných tendroch). Keďže výkon menovopolitických operácií sa počas uplynulého roka nezmenil, prípadné riziko z nezískania prostriedkov na trhu sa eliminovalo systémom plne akceptovaného dopytu v ECB.

Podľa vyjadrení dilerov zníženie povinnosti plniť minimálne rezervy z 2% na 1% síce uvoľnilo časť likvidity, ale podľa niektorých interpretácií prispelo len k navýšeniu voľných prostriedkov. Tie sa podarilo umiestniť na medzibankovom trhu len parciálne. Po znížení úrokovej sadzby jednodňových sterilizačných operácií na 0% sa zväčša nezobchodované voľné prostriedky ponechali na bežných účtoch. Tým sa navyšovalo plnenie minimálnych rezerv výrazne nad 100%.

Limitujúcim faktorom bol naďalej ukazovateľ likvidných aktív, ktorý koncentruje obchodnú aktivitu na obdobie do jedného mesiaca, a preto prípadné transakcie na medzibankovom trhu ale-

bo účasť na refinančných operáciách dlhších než posudzované obdobie naďalej zhoršovali plnenie tohto ukazovateľa.

Z hľadiska účasti na menovopolitických operáciách ECB sa dôvody domácich bánk zásadnejšie nezmenili, pretože peňažný trh naďalej zostáva primárnym, pokiaľ ide o obstarávanie prostriedkov. Jeho výhoda spočívala v oveľa nižších nákladoch, pretože navýšený prebytok likvidity z dvoch trojročných tendrov na úrovni eurozóny stláčal krátkodobé úrokové sadzby bližšie k úrovni jednodňových sterilizačných operácií.

2.1. Postavenie domácich bánk vo vybraných segmentoch peňažného trhu

Predošlá časť článku mapovala aktivitu na agregátnej úrovni a v jednotlivých segmentoch peňažného trhu. Pre lepšie vysvetlenie a následné identifikovanie zaznamenaného správania je vhodnejšie zamerať sa na aktivitu jednotlivých účastníkov trhu.³ Stupeň koncentrácie špecifikujeme prostredníctvom aktivity piatich domácich bánk s najväčším podielom na agregovanej obchodnej aktivite v jednotlivých segmentoch trhu.

Stupeň koncentrácie celkovej obchodnej aktivity piatich najaktívnejších subjektov na peňažnom trhu mierne vzrástol na 68%.

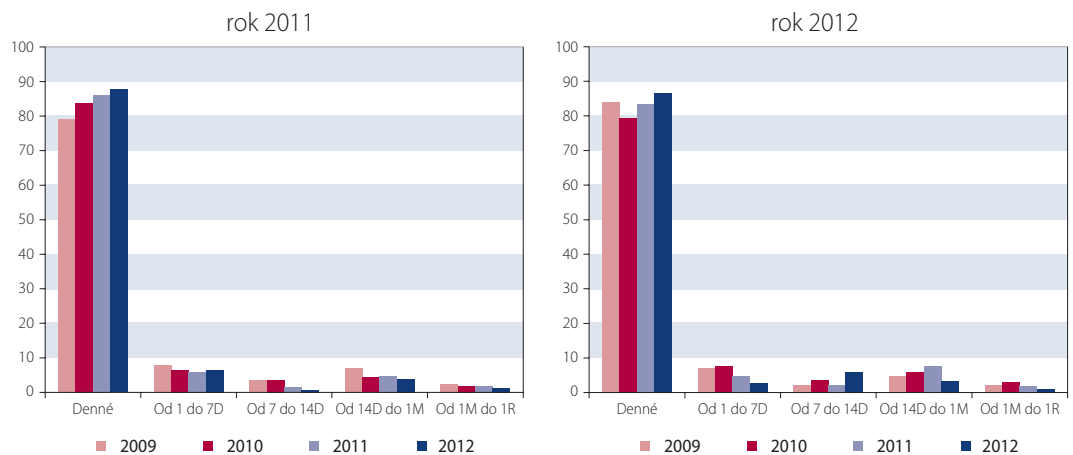
Stupeň koncentrácie sa v segmente depozitného trhu stabilizoval na 60%, napriek tejto úrovni zostal segmentom s najnižšou mierou koncentrácie na peňažnom trhu. Druhým najvýznamnejším segmentom peňažného trhu bol menový swapový trh, na ktorom sa stupeň koncentrácie stabilizoval na 89%. V prípade úrokového swapového trhu sa aktivita takmer plne skoncentrovala na päť subjektov. Obchody na zabezpečenom trhu opätovne zaznamenali najvyššiu mieru koncentrácie na peňažnom trhu. Naopak, o instrument FRA v roku 2012 neprejavila záujem žiadna z domácich bánk.

Stupne koncentrácie vybraných častí peňažného trhu najlepšie ilustruje Lorenzova krivka, pomocou ktorej sa zistí rovnomernosť, resp. ne-

³ Pri podrobnom zisťovaní aktivity jednotlivých účastníkov peňažného trhu sme vychádzali zo štatistických údajov podľa upraveného štatistického denného výkazu V (NBS) 14-98, ktorý obsahuje obchodovanie domácich bánk na peňažnom trhu eurozóny voči domácim (rezidentom) a zahraničným (nerezidentom) subjektom.



Graf 6 Štruktúra depozitných a swapových obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.

4 Euro Money Market Survey slúži každý druhý rok ako podklad na vypracovanie materiálu Euro Money Market Study. Sú v ňom obsiahnuté údaje doplnené o komentáre vysvetľujúce zaznamenané udalosti na peňažnom trhu eurozóny. Na zostavovaní oboch materiálov sa podieľajú aj dve domáce banky (ČSOB, VÚB).

5 Hodnoty uvedené v jednotlivých grafoch v časti 3 sú indexmi, a preto východiskom pri porovnávaní vývoja za príslušné roky sú hodnoty z roku 2002.

rovnomernosť rozdelenia aktivity domácich subjektov na peňažnom trhu.

Zo sklonu skonštruovaných Lorenzových kriviek je vidieť rozdielny stupeň koncentrácie vybraných nástrojov peňažného trhu. Dokonale rovnomerné rozdelenie aktivity predstavuje čierna krivka v grafe 7 a voči nej sa porovnáva zistená skutočnosť. Vo všeobecnosti platí, že čím je sklon krivky bližší k osi y, tým vyššia je koncentrácia v danom segmente. V sledovanom období však oproti roku 2011 nenastali podstatnejšie zmeny v rovnomernosti, resp. nerovnomernosti rozdelenia aktivity domácich bánk na peňažnom trhu. Do grafickej analýzy nie je zahrnutý zabezpečený trh z dôvodu jeho extrémnej 100% koncentrácie a instrument FRA kvôli tomu, že žiadna domáca banka neprejavila záujem o tento nástroj.

3. OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY V RÁMCI JEJ PEŇAŽNÉHO TRHU

Postupy domácich bankových subjektov mohli byť do určitej miery ovplyvnené obchodnou akti-

vitou na agregátnej nadnárodnej úrovni. Na posúdenie sme použili pravidelne ročne zostavovaný prieskum *Euro Money Market Survey*⁴, ktorý obsahuje súbor údajov o štruktúrovanej obchodnej aktivite na peňažnom trhu v eurozóne podľa vybraných kritérií, a *Euro Money Market Study*, ktorá sumarizuje komentáre významných účastníkov.

V uvedenej štúdii sa konštatuje, že v sledovanom období európska dlhová kríza výraznou mierou vplývala na obchodnú aktivitu na peňažnom trhu eurozóny, na ktorej sa však prejavili zároveň aj vplyvy mimoriadnych opatrení ECB. Počas finančnej krízy peňažný trh čelí vážnemu zlyhaniu, jeho hlavná úloha distribuovať a redistribuovať voľné krátkodobé prostriedky sa neplní, čo sa prejavilo v roztriešení obchodnej aktivity do viacerých segmentov.

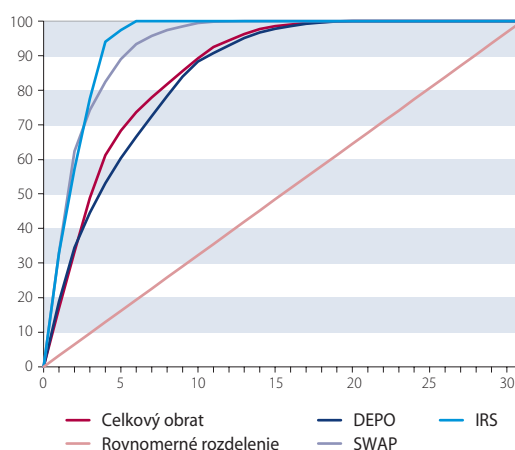
Súbor osobitných opatrení implementovaných koncom roku 2011 pomohol zredukovať segmentáciu na nezabezpečenom trhu. Pokles volatility najkratších úrokových sadzieb súvisel nielen s ukončením výkonu doladovacích tendrov na konci udržiavacích období, ale najmä s navýšeným prebytkom likvidity z dvoch trojročných tendrov. Podobne sa aj na zabezpečenom trhu zaznamenal pokles úrokových sadzieb pri repo obchodoch.

Po výraznom zvýšení celkového zobchodovaného obratu v roku 2011 z dôvodu nízkeho prebytku likvidity v eurozóne poklesol celkový obrat na peňažnom trhu v medziročnom porovnaní o 14%, a to pod úroveň roku 2010. Nižšiu obchodnú aktivitu možno pripísať európskej dlhovej kríze, z toho vyplývajúcemu zlyhaniu fungovania medzibankového trhu a vyššiemu pretrvávajúcemu prebytku likvidity ako dôsledku dvoch mimoriadnych trojročných tendrov.

Najvýraznejšia zmena v zobchodovanom obraťe v rámci nástrojov peňažného trhu sa zaznamenala na trhu OIS pri jeho poklese o 50%, po ňom v poklese o 36% nasledoval nezabezpečený trh.

Výrazné zníženie obchodov na OIS trhu (podiel 6% na celkovej aktivite na peňažnom trhu) súviselo s vyšším prebytkom likvidity, ktorý stláčal úrokové sadzby na nižšie úrovne a zároveň spo-

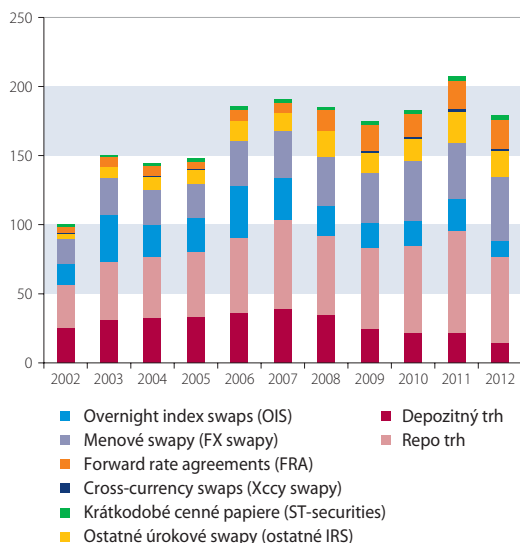
Graf 7 Koncentrácia vybraných segmentov peňažného trhu podľa Lorenzovej krivky (stupeň koncentrácie v %)



Zdroj: NBS.



Graf 8 Prehľad priemerného denného obratu na peňažnom trhu eurozóny⁵



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

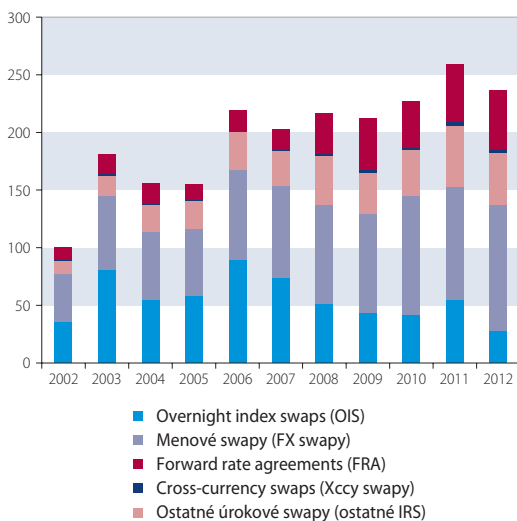
soboval nižšiu volatilitu najkratších úrokových sadziieb (najmä sadzby EONIA). Obe skutočnosti výrazne zredukovali potrebu bánk zabezpečiť sa voči úrokovému riziku, čoho dôsledkom bol pokles dopytu po tomto inštrumente. Nastala zmena štruktúry uskutočnených OIS transakcií, keď z dôvodu zabezpečenia sa voči prípadnému úrokovému riziku vyplývajúcejmu z predčasného splatenia trojročných zdrojov stúpol podiel OIS obchodov so splatnosťami nad jeden rok.

Obchodná aktivita sa navýšila na menovom swapovom trhu o 12%, keďže banky preferovali transakcie s väčšou bezpečnosťou a tak tento segment získaval na význame. Jeho podiel na celkovej obchodnej aktivite na peňažnom trhu mierne vzrástol na 26%. Zlepšená nálada na globálnom finančnom trhu prispela k opätovnému návratu do eurových pozícií priaznivejšími trhovými cenami, nárastom rizikových prémie pri dlhších splatnostiach a emitovaním cenných papierov v iných menách než euro.

Obchody klesli aj na nezabezpečenom trhu, čo možno vysvetliť pokračujúcim presunom účastníkov trhu smerom k realizácii transakcií na zabezpečenom trhu a tiež skracovaním dĺžok splatností uskutočnených transakcií z dôvodu väčšej averzie voči kreditnému riziku, vyššiemu prebytku likvidity, zníženému dopytu po zdrojoch na medzibankovom trhu a prísnejším regulačným opatreniam. Uskutočnené trojročné tendre podstatne navýšili sprostredkovateľskú úlohu ECB na medzibankovom trhu, ktorá sa negatívne prejavila na zintenzívnenom vytlačení trhovských subjektov z nezabezpečeného trhu. Jeho podiel na celkovej obchodnej aktivite na peňažnom trhu klesol na 8%. V nasledujúcom období sa očakáva, že význam peňažného trhu bude naďalej klesať kvôli novým likviditným reguláciám.

Najväčším na peňažnom trhu zostal zabezpečený trh (podiel 35%), hoci zobchodovaný obrat

Graf 9 Priemerný denný obrat na OTC derivátovom trhu⁵



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

na ňom poklesol o 15%. Táto zmena súvisela s pretrvávajúcou vyššou úrovňou rizikovosti pri predaji zdrojov, ktorá viedla k prijatiu prísnejších podmienok v oblasti akceptovaného kolaterálu a protistrán. Ďalším dôvodom bolo naplnenie likviditnej potreby viacerých bánk na rok 2012 účasťou v trojročných tendroch ECB a pokles aktivity v O/N repo obchodoch o 26%, čo zodpovedá približne podielu 18% z celkového obratu na zabezpečenom trhu. V rámci štruktúry repo obchodov sa ďalej navýšili bilaterálne transakcie vyrovnané prostredníctvom centrálnych protistrán (CCP) na 55% z celkových transakcií na zabezpečenom trhu. V absolútnom vyjadrení však transakcie s CCP klesli, pretože si zníženie ratingu krajín, resp. emitentov a vzrast výnosov, resp. rozšírenie spreadov periférnych dlhopisov vyžiadali sprísnenie požiadaviek na kolaterál (*margin calls*).

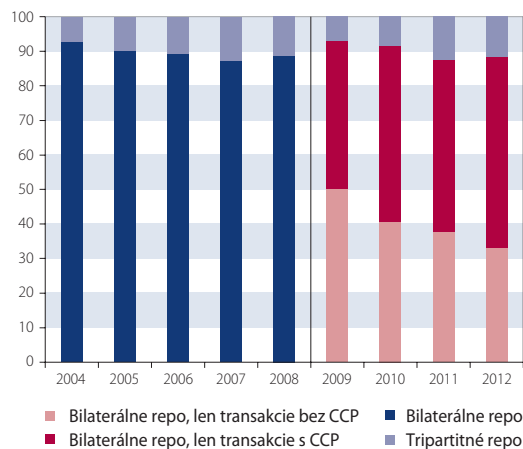
Stupňujúce sa obavy trhu z kreditného rizika indikovala kombinácia pokračujúceho poklesu nezabezpečeného trhu pri súčasnom zvýšení významu transakcií vyrovnaných prostredníctvom CCP na zabezpečenom trhu.

Obchodná aktivita na sekundárnom trhu krátkodobých cenných papierov klesla o 9%, pričom v prípade cenných papierov emitovaných úverovými inštitúciami vzrástla o 12%. Podiel krátkodobých vládnych cenných papierov sa znížil na 46% (56% v roku 2011). Napriek poklesu si táto časť trhu udržala atraktivitu – vzhľadom na možnosť prefinancovať rozpočtové potreby v krátkodobom až mierne strednodobom horizonte a na prísnejšie rozpočtové politiky. V rámci celkovej geografickej štruktúry protistrán mali najväčší podiel protistrany pôsobiace v eurozóne (49%), po nich nasledovali národné (lokálne) protistrany s podielom 35%.

V rámci štruktúry dĺžok splatností obchodná aktivita na nezabezpečenom trhu sa naďalej koncentruje v O/N segmente s podielom viac ako 70%, pričom aktivita mimo jedného mesiaca je veľmi

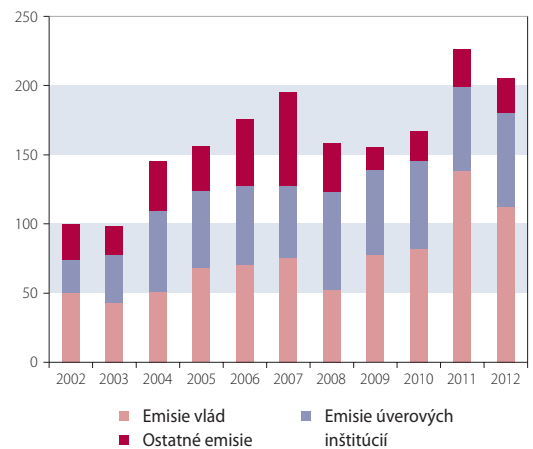


Graf 10 Štruktúra zabezpečeného trhu (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

Graf 11 Priemerný denný obrat na trhu krátkodobých cenných papierov⁵



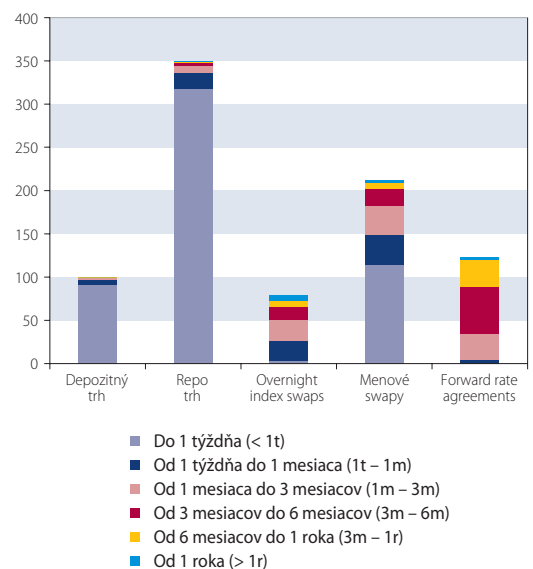
Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

obmedzená (len 2% z celkovej aktivity). Na zabezpečenom trhu sa zaznamenal pokles aktivity v O/N repo obchodoch o 26%. Nižšia obchodná aktivita pri najkratších dĺžkach splatností bola spôsobená ich cenou, tá bola nižšia alebo na úrovni úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií ECB. Vyššia cena zabezpečených transakcií voči úrovni jednoduchých sterilizačných operácií zatriktívila dĺžky splatností nad T/N až jeden mesiac, ktoré mierne zvýšili svoj podiel v štruktúre splatností na 79%. Vo všeobecnosti platilo, že nižšie úrokové sadzby sa uplatňovali v prípade zabezpečenia obchodu kolaterálom s najvyššou kvalitou (príklad kolaterál).

Z hľadiska geografickej štruktúry protistrán sa zaznamenala preferencia obchodovať s domácimi (lokálnymi) protistranami. V prípade nezabezpečeného trhu výrazne stúpol podiel domácich protistrán na 43%, na zabezpečenom trhu miernejšie, na 31%. Tento prístup odráža zvýšený stupeň zlyhávania peňažného trhu a jeho roztrieštenosť ako dôsledok európskej dlhovej krízy. V dôsledku zatvárania kreditných liniek od subjektov z jadrových krajín obchodovali periférne banky s domácimi (lokálnymi) protistranami. Na zabezpečenom trhu sa od začiatku krízy zaznamenal ústup od používania domáceho kolaterálu, čiastočne kvôli európskej dlhovej kríze, pretože banky sú menej ochotné prijímať kolaterál emitovaný v krajine protistrany so zvýšeným národným a kreditným rizikom. Na derivátovom trhu došlo k postupnému nahrádzaniu transakcií zrealizovaných protistranami pôsobiacimi v eurozóne transakciami so subjektmi mimo eurozóny alebo domácimi (lokálnymi) subjektmi.

Napriek pretrvávajúcemu napätiu na globálnom finančnom trhu a roztrieštenosti na peňažnom trhu eurozóny sa neprejavili jednoznačné zmeny v stupni koncentrácie jednotlivých častí peňažného trhu. Nezabezpečený trh zostal najmenej koncentrovaným segmentom (20 najväčších bánk reprezentuje podiel 68% na danom segmente), aj keď od začiatku finančnej krízy jeho

Graf 12 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností na peňažnom trhu eurozóny v roku 2012 (index – depozitný trh)



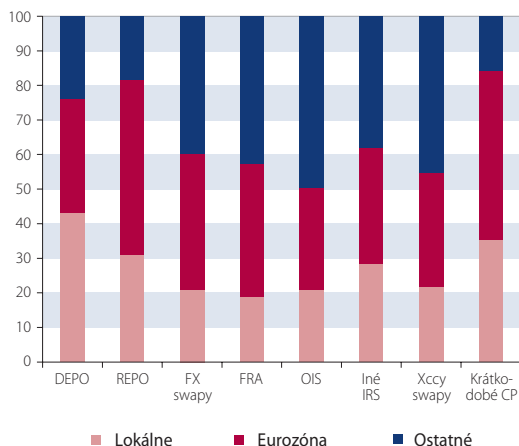
Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

stupeň koncentrácie výraznejšie vzrástol. V oveľa väčšej miere tu pokračuje nárast koncentrácie na strane ponuky zdrojov, t. j. menej protistrán bolo z dôvodu averzie voči kreditnému riziku ochotných požičať voľné prostriedky ostatným subjektom. Ďalšími koncentrovanými segmentmi sú zabezpečený trh (20 najväčších bánk reprezentuje 81%) a menový swapový trh (20 najväčších bánk reprezentuje 83%).

Stupeň koncentrácie na derivátovom trhu pretrval na veľmi vysokých úrovniach, keď OIS (20 najväčších bánk reprezentuje 93%) a IRS (20 najväčších bánk reprezentuje 94%) sa zvýšili z dôvodu nižšej aktivity v roku 2012 a tým aj menšieho počtu aktívnych účastníkov v tomto segmente. Podobne sa zvýšil aj stupeň koncentrácie na cross-currency swapovom trhu, stal sa najkoncen-



Graf 13 Štruktúra protistrán vo vybraných segmentoch peňažného trhu v roku 2012 (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

trovnejším segmentom v roku 2012 (20 najväčších bánk reprezentuje 96% daného parciálneho trhu). Stupeň koncentrácie mierne klesol na FRA trhu (20 najväčších bánk, 94%) a na sekundárnom trhu krátkodobých cenných papierov (20 najväčších bánk, 91%). Stupeň koncentrácie obchodnej aktivity opäť ilustruje Lorenzova krivka.

3.1. Porovnanie aktivity bánk eurozóny s aktivitou domácich bánk

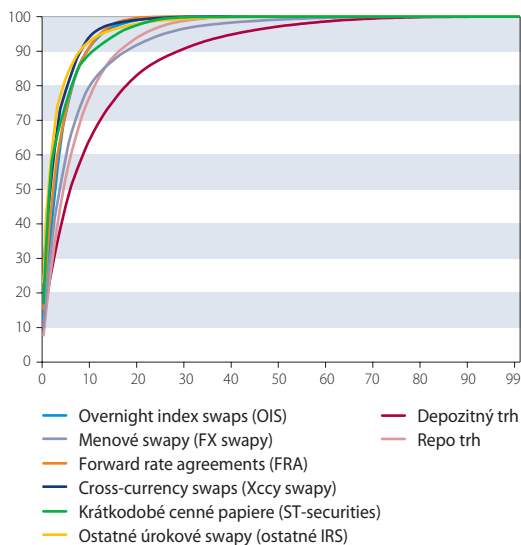
Na základe dostupných údajov možno konštatovať, že ani počas štvrtého roku od vstupu do eurozóny nedošlo ku konvergencii v štruktúre obchodných aktivít domácich bánk k európskym. Napriek tomu sa obchodné správanie domácich bánk čiastočne priblížilo k agregátnej úrovni.

V prípade štruktúry nástrojov zobchodovaných na peňažnom trhu pretrvávali rozdiely, najmä pokiaľ ide o zabezpečený trh, ktorý získava na význame počas krízy z dôvodu presunu obchodnej aktivity na nástroje s minimálnym kreditným rizikom. Domáce banky naopak naďalej preferujú obchody na nezabezpečenom trhu, pričom repo obchody využívajú len zriedka, keďže obchodná aktivita sa zúžila na subjekty v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo na rezidentské protistrany. Od domácich subjektov sa tak nepožaduje, aby minimalizovali kreditné riziko kolateralizáciou obchodov. Ďalším dôvodom sú aj vyššie domáce náklady spojené s prípadnou kolateralizáciou, vyplývajúce z poplatkovej politiky domácich inštitúcií, a to burzy a centrálného depozitára cenných papierov.

Spoločnou črtou v správaní bánk eurozóny a domácich bánk je pokles obchodnej aktivity na depozitnom trhu a súčasne čiastočný presun na menové swapy, ktorých využívanie vzrástlo v dôsledku preferencie minimalizovať kreditné riziko iným spôsobom ako transakciami na repo trhu.

Navyše je popri momentálnych preferenciách pri využívaní jednotlivých nástrojov peňažného trhu obchodná aktivita domácich bánk ovplyvnená ich veľkosťou, postavením na medzibankovom trhu a najmä tým, že pôsobia ako dcéry zahranič-

Graf 14 Koncentrácia obchodnej aktivity vyjadrená pomocou Lorenzovej krivky v roku 2012



Zdroj: Euro Money Market Survey 2012.

ných bankových skupín. Dochádza tak ku koncentrácii obchodov na vlastnú bankovú skupinu a tým aj k redistribúcii zdrojov v rámci nej.

ZÁVER

Vychádzajúc zo zistených skutočností môžeme konštatovať, že prebytok likvidity z trojročných tendrov negatívne vplýval na obchodnú aktivitu na agregátnej úrovni peňažného trhu a väčšina nástrojov peňažného trhu tak zaznamenala pokles. Tento pokles sa najvýraznejšie prejavil v segmentoch úrokové swapové obchody OIS a obchody na nezabezpečenom trhu. V prípade OIS ich využívanie limitovala zredukovaná potreba bánk zabezpečiť sa voči úrokovému riziku z dôvodu nižšej úrovni úrokových sadzieb a ich nižšej volatility. Pokles nezabezpečeného trhu súvisí so snahou bánk eurozóny nahradiť aktivitu inými formami obchodov, a to najčastejšie repo trhom (najväčší segment) alebo čiastočne menovým swapom. Pod vplyvom rizikovej averzie a nedôvery medzi bankami eurozóny pokračovala aktivita na peňažnom trhu v koncentrácii v najkratších dĺžkach, roztrieštení do viacerých fragmentov a v jej uzatváraní sa na domáce protistrany.

Výrazný prebytok likvidity sa prejavil stlačením cien nezabezpečených depozít na najnižšie úrovne od vzniku eurozóny, pričom v porovnaní s predchádzajúcim rokom celá úroková krivka klesla viditeľne pod úroveň úrokového sadzby hlavných refinančných operácií ECB. Okrem prebytku likvidity správanie bánk eurozóny ovplyvňovala nálada na medzibankovom trhu odrážajúca situáciu v periférnych krajinách, a to zhoršenie finančnej situácie viacerých španielskych bánk, grécke parlamentné voľby, ale aj problémy v menších ekonomikách (Cyprus a Slovinsko). K viditeľnému upokojeniu situácie na medzibankovom trhu prispeli komentáre prezidenta ECB o dôraznej ochrane eura vrátane zavedenia nového progra-



mu OMT. Neistým však zostával výhľad ekonomickeho rastu členských krajín eurozóny.

Prebytok likvidity na úrovni eurozóny vplýval aj na domáce banky. Tie naďalej primárne financovali svoje likviditné potreby obchodmi na peňažnom trhu, najmä v rámci vlastných bankových skupín. Podiel transakcií s nerezidentmi najmä z vlastnej skupiny tak dosiahol najvyššiu úroveň od vstupu do eurozóny. Okruh protistrán okrem vlastnej bankovej skupiny tvorili domáce banky, ktoré sa však na celkovom obchodovaní podieľali len okrajovo. Napriek tomu, že aktivita druhý rok po sebe dosiahla najvyššiu úroveň od vstupu SR do eurozóny, nedosahuje hodnoty zaznamenané v období korunového peňažného trhu. Jej nárast spôsobili len menové swapy, pretože využívanie ostatných nástrojov medziročne kleslo.

V rámci účasti na menovopolitických operáciách domáce banky preferovali trojročné zdro-

je. Atraktivnosť spočívala v ich dĺžke, keďže nimi mohli pokryť likviditné potreby na veľmi dlhé obdobie. Na dolárových tendroch sa nezúčastnili, keďže zahraničné meny netvoría významnejšiu časť bilancie domácich bánk.

Predpokladáme, že na situáciu na peňažnom trhu eurozóny bude vplývať výška prebytku likvidity, konkrétne v akej miere sa jeho redukcia prostredníctvom predčasných splátok trojročných zdrojov odrazí na konsolidácii bankového sektora. Po znížení prebytku likvidity by sa aktivita na medzibankovom trhu mohla zvýšiť, pričom by mal pokračovať jej presun k zabezpečeným obchodom. Kľúčovým bude postoj ECB, pokiaľ ide o nastavenie menovej politiky, ale aj postoj vlád ku konsolidácii verejných financií (najmä v periférnych krajinách). Nemenej významná bude ekonomická situácia, výhľad hospodárskeho rastu väčšieho počtu krajín, nielen Nemecka, a situácia v periférnych krajinách.

Majetkové rozdiely sú najmenšie na Slovensku

Európska centrálna banka nedávno zverejnila výsledky prieskumu finančnej situácie a spotreby domácností Eurosystemu (Household Finance and Consumption Survey – HFCS), na ktorom sa zúčastnila aj Národná banka Slovenska. Tento krátky príspevok poukazuje na najzaujímavejšie výsledky týkajúce sa slovenských domácností.

Až 90 % domácností na Slovensku vlastní nehnuteľnosť, v ktorej býva, zatiaľ čo v eurozóne je to iba 60 %. Pritom hypotéku má iba necelých 10 % slovenských domácností, kým v eurozóne je to takmer štvrtina domácností. Zrejme je to spôsobené tým, že po páde komunizmu dostalo u nás veľa domácností možnosť odkúpiť si svoje hlavné bývanie do osobného vlastníctva za pomerne nízku cenu. Hypotéku na bývanie preto majú v súčasnosti prevažne mladé rodiny. Všeobecne však možno povedať, že slovenské domácnosti sa nerady zadlžujú. Platí to aj v prípade nehypotekárnych úverov (ako napríklad nedoplatok na

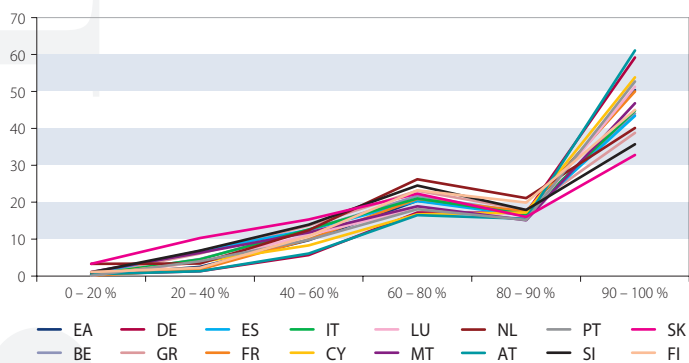
kreditnej karte, debetný zostatok na účte alebo spotrebný úver), ktoré má na Slovensku iba necelá pätina domácností, kým v eurozóne má takýto typ úveru takmer 30 % domácností. Celkovo to teda vychádza tak, že slovenské domácnosti sú v eurozóne najmenej zadlžené. Na Slovensku je totiž zadlžená iba štvrtina domácností (s mediánovou hodnotou celkového dlhu 3 200 € na zadlženú domácnosť), kým v eurozóne je zadlžených až 44 % domácností (s mediánom celkového dlhu 21 500 € na zadlženú domácnosť).

Čo sa týka čistého bohatstva (t. j. celkových aktív očistených od celkových pasív), slovenské domácnosti patria v eurozóne medzi tie najchudobnejšie – medián čistého bohatstva domácností na Slovensku je 61 200 €, v eurozóne 109 200 €. Bohatstvo je však u nás rozdelené najrovnomernejšie (pozri graf). Zatiaľ čo 10 % najbohatších domácností v eurozóne vlastní vyše polovice celkového čistého bohatstva všetkých domácností a 20 % najchudobnejších domácností nevlastní takmer vôbec nič (0,2 %), na Slovensku vlastní najbohatšie domácnosti necelú tretinu celkového bohatstva a najchudobnejšie aspoň 3 %. Podobne to vychádza aj s príjmom, ktorý je tiež u nás najnižší v eurozóne, no najrovnomernejšie rozdelený.

Podrobnejšie informácie o výsledkoch prieskumu HFCS nájdete v analytickom komentári NBS č. 2 z 9. apríla 2013, dostupnom na www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2013/AK02_k_HFCS.pdf, alebo v správe ECB dostupnej na www.ecb.int/home/html/researcher_hfcen.html.

(Tibor Zavadil, Národná banka Slovenska)

Rozdelenie čistého bohatstva domácností v krajinách eurozóny (v %)



Zdroj: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (2013).

Poznámka: Os x zoskupuje domácnosti do 6 skupín podľa ich čistého bohatstva, od spodných 20 % najchudobnejších po vrchných 10 % najbohatších. Os y ukazuje, aký podiel z celkového bohatstva vlastní daná skupina domácností. Napríklad spodných 20 % domácností na Slovensku vlastní 3 % z celkového čistého bohatstva a vrchných 10 % domácností vlastní 33 %.