



Výkon menovopolitických operácií ECB a aktivita európskych bánk na peňažnom trhu v roku 2013

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Článok sumarizuje najdôležitejšie udalosti, ktoré sa zaznamenali na agregátnej úrovni eurozóny. Ďalej sa zaoberá postupmi ECB v oblasti menovopolitických operácií a ich samotným výkonom. Súčasťou je aj správanie bánk eurozóny pri čerpaní zdrojov z ECB prostredníctvom refinančných tendrov a na druhej strane ich aktivita pri riadení prebytku likvidity. Na vytvorenie celkového obrazu o situácii v eurozóne slúži popis obchodnej aktivity európskych bánk na peňažnom trhu, ktorá odráža ochotu zobchodovať voľné prostriedky na medzibankovom trhu a tým prakticky zabezpečiť fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky ECB. Článok je rozdelený do štyroch častí. Prvá sumarizuje výkon menovopolitických operácií ECB a rozhodnutia menovej autority. Druhá sa špecializuje na správanie domácich bánk v menovopolitických operáciách ECB. Tretia časť sa zameriava na situáciu na peňažnom trhu na agregátnej úrovni eurozóny a posledná opisuje správanie domácich bánk na peňažnom trhu.

Úvod

V roku 2013 mali banky eurozóny po prvýkrát možnosť predčasne splácať oba trojročné tendre. Vzhľadom na viditeľné zlepšenie situácie na medzibankovom trhu sa odborná verejnosť zameriavala na tempo, aké si zvolia najmä najväčší účastníci trojročných tendrov. To by malo zásadný vplyv na redukciu prebytku likvidity, ktorý sa viditeľne naakumuloval po ich zrealizovaní. Trhovní analytici vnímali objem prebytku veľmi citlivo, pretože pri dosiahnutí určitej kritickej úrovne sa predpokladal jeho významný vplyv na vývoj úrokových sadzieb na peňažnom trhu, prípadne na vyššiu volatilitu.

Po významných mimoriadnych opatreniach uskutočnených v rokoch 2011 a 2012, ako bolo uskutočnenie trojročných tendrov a vyhlásenie prezidenta ECB M. Draghiho o podniknutí nutných krokov na záchranu eura (realizácia priamych menových transakcií – *outright monetary transactions*, tzv. program OMT), trhovní analytici zvažovali, či bude ECB pokračovať v implementácii ďalších mimoriadnych opatrení, prípadne či sa odhodlá aj na iné opatrenia, napr. na program nákupu aktív.

Očakávania sa týkali aj situácie na peňažnom trhu, najmä aktivity mechanizmu menovej politiky. Vzhľadom na neochotu bankových subjektov vstupovať do nezabezpečených transakcií s protistranami z problémových krajín sa však v tejto oblasti zaznamenáva veľmi nízka aktivita.

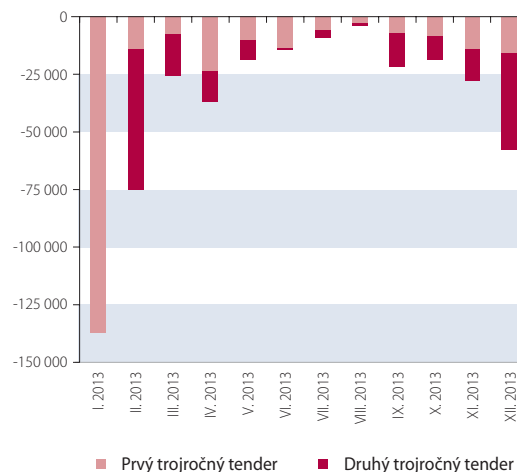
Po vstupe do eurozóny sa domáce banky zúčastňovali skôr na sterilizačných operáciách, pričom výnimkou vyššej participácie v rámci refinančných operácií boli len uskutočnené mimoriadne dlhodobé splatnosti. Prípadná zmena v ich záujme o menovopolitické operácie mohla

nastať vplyvom vyššej aktivity na peňažnom trhu. Samotný peňažný trh pre ne stále predstavoval priestor, kde mohli dostatočne pokryť potreby likvidity a zobchodovať voľné prostriedky. Vplyvom prípadnej zmeny situácie na peňažnom trhu mohli rozšíriť okruh protistrán mimo vlastnej bankovej skupiny.

MENOVOPOLITICKÉ OPERÁCIE ECB

Pozitívne účinky vyhlásenia prezidenta ECB o uskutočnení akýchkoľvek potrebných krokov na záchranu eura a zároveň implementáciu programu OMT v roku 2012 prispeli k viditeľnému zmierneniu negatívnych javov zaznamenaných na finančnom trhu.

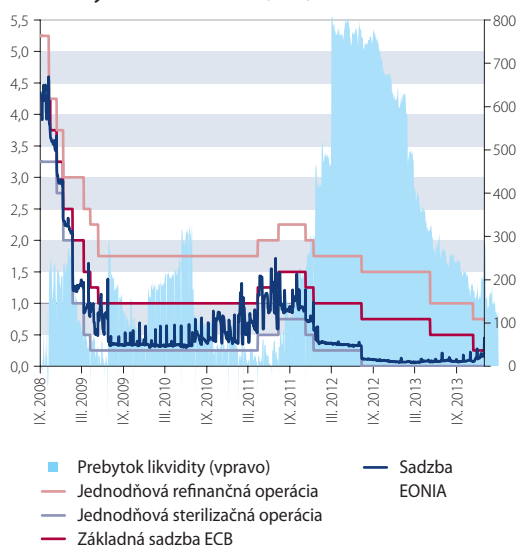
Graf 1 Tempo predčasného splácania trojročných zdrojov (v mil. EUR)



Zdroj: ECB, NBS (spracovanie).



Graf 2 Vývoj prebytku likvidity (v mld. EUR) a kľúčových sadzieb ECB (v %)



Zdroj: Bloomberg, ECB.

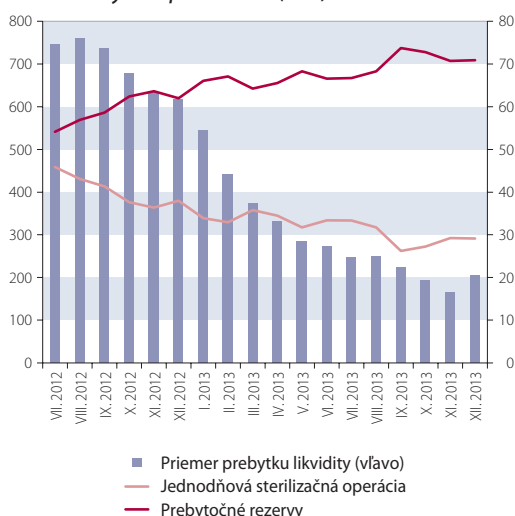
Zlepšovanie podmienok na medzibankovom trhu pokračovalo aj v roku 2013. Mnohé banky eurozóny preto mohli využiť možnosť predčasného splácania a čiastočne alebo úplne zredukovať čerpané trojročné zdroje, ktoré im pravdepodobne slúžili len na vytvorenie preventívnej rezervy pre prípad nepredvídateľných udalostí. Najvýraznejšie zredukovali čerpané trojročné zdroje pri prvej možnosti v oboch trojročných tendroch, keď z prvej tranže predčasne vrátili až 28 % a z druhej 12 %.

V ostatnom období spôsobili redukciu trojročných zdrojov viaceré skutočnosti. Jednou z nich bolo pominutie špekulatívnych motívov držby trojročnej likvidity, no najmä znižovanie portfólií štátnych dlhopisov pred hodnotením kvality aktív (*asset quality review* – AQR), ktorú uskutoční ECB v rámci jednotného dohľadu v eurozóne.

Na celkové refinančné zdroje z ECB nemali zásadnejší vplyv uskutočnené refinančné tendre, najkratšie MRO (*main refinancing operations*) a dlhodobšie tendre LTRO (*longer-term refinancing operations*). Čerpanie najkratších MRO síce vzrástlo, no naďalej tvorilo len minoritnú časť, čím sa stále nepotvrzuje ich pôvodný účel, keď touto operáciou ECB štandardne pokrývala približne dve tretiny likviditných potrieb. Tak ako banky eurozóny znižovali čerpanie trojročných zdrojov a tým aj celkový refinančný objem z ECB, klesal aj prebytok likvidity.

Práve jej objem sa stal predmetom diskusie odbornej verejnosti v súvislosti s tým, pri akej úrovni sa prejaví zvýšenie a vyššia volatilita úrokovej krivky EURIBOR (najmä sadzba EONIA) a prípadne obnoví obchodná aktivita na peňažnom trhu. Trhová analytika pripisovali dôležitosť úrovni 200 mld. €, ktorú, vychádzajúc z predošlých empirických dôkazov, označili za psychologickú hranicu. Podľa prezidenta ECB M. Draghiho sa skôr očakávala vyššia citlivosť cien depozitov na prebytok lik-

Graf 3 Rozloženie prebytku likvidity (v mld. EUR) medzi prebytočnými rezervami a jednodňovými sterilizačnými operáciami (v %)



Zdroj: ECB, NBS (spracovanie).

vidity v prípade jej redukcie do pásma 100 až 200 mld. €. Vzájomná prepojenosť medzi týmito dvoma úrovňami však nie je stabilná, pretože významne závisí od stupňa fragmentácie obchodnej aktivity. V skutočnosti ide o to, aké je rozloženie subjektov v skupine bánk deponujúcich voľné zdroje a v skupine bánk čerpajúcich zdroje z ECB.

V priebehu roku 2013 bol výrazný pokles prebytku likvidity k úrovni 150 mld. € vyvolaný výlučne predčasným splácaním trojročných tendrov. Sprievodným javom bol aj výrazný pokles prepĺňania minimálnych rezerv počas udržiavacích období, a to takmer na polovicu z úrovne okolo 500 %. Samotná hodnota je však skreslená skutočnosťou, že ECB prestala od júla 2012 uročiť voľné prostriedky na účtoch bánk deponované v rámci jednodňových sterilizačných operácií, čo vyústilo do menšieho využívania tejto automatickej operácie. Banky eurozóny si skôr ponechávali voľné prostriedky na bežných účtoch. Preferencia v riadení voľných prostriedkov však do značnej miery závisela od požiadaviek regulátorov a od interných predpisov. Samotné rozloženie prebytku likvidity bolo v prospech ponechania na bežných účtoch, kde deponovali až tri štvrtiny voľných prostriedkov.

Trhová analytika sa okrem avizovaných predčasných splátok trojročných tendrov zameriavali na výsledky sterilizačných tendrov, ktorými ECB odčerpávala likviditu dodanú z programu pre trhy s cennými papiermi (SMP). Ich úspešnosť závisela od objemu prebytku likvidity a od ochoty bánk eurozóny deponovať voľné prostriedky v ECB.

V podmienkach vyššieho prebytku likvidity a neúročenia voľných zdrojov v rámci jednodňových sterilizačných operácií stláčal zvýšený záujem o úročenie voľnej likvidity hraničnú úrokovú sadzbu na nižšie úrovne v porovnaní s dolnou hranicou sadzby v tendri (t. j. sadzby jednodňovej sterilizačnej operácie). Výnimku predstavova-



li len obdobia ukončenia mesiacov, keď banky eurozóny boli menej ochotné deponovať voľné prostriedky v ECB z dôvodu vylepšenia svojich bilancií. Dôsledkom nižšieho dopytu vzrástla požadovaná úroková sadzba výraznejšie v porovnaní s bežnými úrovňami.

K trvalejšej zmene v požadovaných úrokových sadzbách došlo až výrazným zredukovaním prebytku likvidity. Dokonca pri jeho poklese pod úroveň 200 mld. € sa previs agregátneho dopytu nad plánovanou sumou tendra výrazne zmenšil. Nižší agregátny dopyt sa prejavil na viditeľnom náraste požadovaných úrokových sadzieb, pričom od konca novembra 2013 do polovice februára 2014 ECB uspokojovala predložené ponuky za maximálnu úrokovú sadzbu v tendri a zvýšila sa aj neúspešnosť ECB pri absorbovaní plánovanej sumy.

V sledovanom období ECB dvakrát upravila nastavenie kľúčových úrokových sadzieb, pričom oba prípady boli pre trhových účastníkov prekvapením. Základná sadzba ECB tak bola znížená na najnižšiu historickú hodnotu 0,25 %, pričom úročenie depozitných operácií zostalo bez zmeny na nule. Dôsledkom toho sa zmenilo rozpätie koridoru medzi automatickými operáciami na asymetrické (dolná časť rozpätia 25 a horná 50 bázických bodov). Podľa trhových analytikov sa pozornosť trhu viac sústredila na rozhodnutia ECB a komentáre jej predstavitel'ov, pokiaľ išlo o nastavenia depozitnej sadzby, čiže úrokovej sadzby jednoduchých sterilizačných operácií. K jej zníženiu do záporného pásma by podľa viacerých analytikov ECB pristúpila len v prípade mimoriadnych okolností, napr. zhoršenia výhľadu inflácie a neakceptovateľných problémov v ekonomickom raste eurozóny. Motívom tohto kroku by bolo stimulovať banky eurozóny, aby uvoľnili prostriedky do reálnej ekonomiky prostredníctvom úverov alebo ich poskytli iným subjektom na medzibankovom trhu.

Zásadnejším rozhodnutím než úprava úrokových sadzieb bola v júli 2013 zmena komunikačnej stratégie súvisiacej s budúcim nastavením kľúčových úrokových sadzieb (*forward guidance*). ECB vtedy vyhlásila, že očakáva menovopolitické sadzby na aktuálnych alebo nižších úrovniach počas dlhšieho obdobia, ktoré však bližšie nešpecifikovala. Dôvodom bola tiež snaha ECB odlišiť sa od situácie v USA, kde Fed signalizoval ukončenie stimulov vzhľadom na ekonomický rast a na situáciu na trhu práce. Zámerom ECB bolo zabrániť nežiaducemu nárastu cien depozitov, a preto sa zdôraznila snaha ponechať ich cenu v eurozóne na nižšej úrovni, aby sa tým podporila reálna ekonomika.

V sledovanom období ECB pokračovala vo výkone refinančných tendrov nezmeneným spôsobom, a to metódou FRFA (pri plnom pridelení a za pevné úrokové sadzby). Pokračovala aj v nezmenenej štruktúre refinančných tendrov, a to každý týždeň MRO, po jednom STRO tendri (*special term refinancing operation*) v udržiavacom období a so splatnosťou tri mesiace. Spôsob výkonu refinančných tendrov bol dvakrát predĺžený až do konca júnového udržiavacieho obdobia v roku

2015. Dôvodom jeho potvrdenia vopred na dva roky (vôbec najdlhšie obdobia harmonogramu) je zmierniť neistotu trhu, čo sa týka budúceho postupu ECB pri pridelovaní likvidity v refinančných tendroch.

Pretrvávajúce, hoci mierne zotavenie ekonomík krajín eurozóny, no najmä hrozba deflácie vytvárali podľa trhových analytikov očakávania možných ďalších mimoriadnych opatrení. V prípade témy „hrozba deflácie“ ECB skôr prognózuje dlhšie obdobia veľmi nízkej inflácie, a to približne na dva roky. Pokles inflácie hodnotí skôr ako proces konsolidácie cenovej hladiny vzhľadom na podniknuté štrukturálne reformy v problémových krajinách.

Podľa odbornej verejnosti má ECB naďalej priestor na implementáciu ďalších mimoriadnych opatrení. Medzi najviac diskutované patrí v oblasti kvalitatívneho uvoľňovania pokračovanie v znižovaní kľúčových úrokových sadzieb (tentoraz pomalším tempom, než je 25 bázických bodov), ale najmä zavedenie záporného úročenia prebytku likvidity (na bežnom účte a jednoduchých vkladoch). Ostatnými opatreniami by mohla byť opätovná implementácia dlhodobějších tendrov, prípadne ich modifikácia v účelovom naviazaní čerpania zdrojov na poskytovanie úverov nefinančným korporáciám (sektor malých a stredných podnikov).

V rámci kvantitatívneho uvoľnenia by ECB mohla pristúpiť k nákupu cenných papierov tak, ako to uskutočnili ostatné významné centrálné banky. Najviac spomínaným aktívom sú cenné papiere kryté aktívami (ABS), kde by podkladovým aktívom boli úvery nefinančným spoločnostiam (najmä sektoru malých a stredných podnikov). Podľa prezidenta ECB je tento trh kľúčový na podporu úverovej aktivity – úverového kanála transmisného mechanizmu menovej politiky. K pasívne uvoľneniu menovej politiky by mohlo dôjsť znížením minimálnych rezerv alebo ukončením výkonu sterilizačných tendrov odčerpávajúcich sumu programu SMP. Ďalšie opatrenia by sa týkali uvoľnenia kritérií na akceptáciu aktív ako kolaterálu v refinančných operáciách ECB.

ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK V MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

V sledovanom období sa aktivita domácich bánk v menovopolitických operáciách ECB výraznejšie nezmenila. Keďže likviditné potreby pokrývali dostatočne obchodmi na peňažnom trhu, prípadný dopyt po zdrojoch v uskutočnených tendroch bol výrazne limitovaný.

Participácia domácich protistrán sa zúžila len na kratšiu refinančnú operáciu MRO. Na refinančných operáciách dlhodobějšího charakteru (LTRO) sa domáce banky nezúčastnili. Naopak, aktívnejšie boli v redukcii čerpaných trojročných zdrojov, keď využívali možnosť ich úplného alebo čiastočného predčasného splatenia. Dôvody na vrátenie trojročných zdrojov boli v pominutí špekulatívnych motívov (investície do cenných papierov) a tvorby preventívnej rezervy voči nepredvídateľným



okolnostiam vzhľadom na viditeľné zlepšenie podmienok na medzibankovom trhu.

Oveľa väčšia aktivita domácich bánk sa však zaznamenala na strane sterilizačných operácií, ktorými mali možnosť odčerpať voľné prostriedky. Keďže jednoduchové vklady v rámci sterilizačných operácií prestali byť úročené od júla 2012, domácim bankám zostala len jediná možnosť, ako efektívne zúročiť voľné prostriedky v centrálnej banke. Mohli ich ponechať na bežných účtoch, pričom prebytočné rezervy neboli úročené. Ďalším sprievodným javom bolo výrazné navýšenie prepĺňania minimálnych rezerv.

Domáce banky sa zúčastňovali na sterilizačných tendroch, ktorými ECB odčerpávala likviditu dodanú prostredníctvom programu SMP, najmä v prípadoch, keď trh očakával vyššie požadované úrokové sadzby. Niektoré z nich však prejavili záujem deponovať voľné prostriedky aj v podmienkach, keď boli agregátne ponuky kumulované pri veľmi nízkych úrokových sadzbách.

Tie domáce banky, ktoré neboli ochotné vzdať sa voľných prostriedkov na dlhšie obdobie, využívali jednoduchové sterilizačné operácie. Samotné jednoduchové vklady však uskutočnila len užšia skupina domácich bánk. Dôvodom jednoduchových vkladov, napriek ich neúročeniu, boli zrejme interné predpisy týchto bánk ktoré určovali taký spôsob riadenia likvidity pri plnení minimálnych rezerv, aby neboli na bežných účtoch deponované nadbytočné zdroje. Väčšina domácich bánk však ponechávala voľné prostriedky na bežných účtoch, čo sa prejavilo na výraznom prepĺňaní minimálnych rezerv.

OBCHODOVANIE NA AGREGÁTNEJ ÚROVNI (NA ÚROVNI EUROZÓNY)

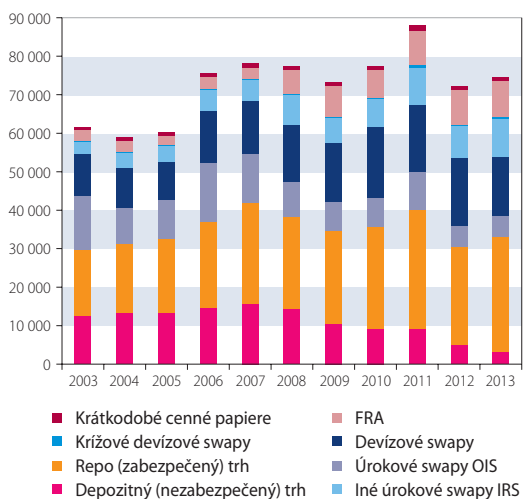
Na agregátnej úrovni aktivita peňažného trhu síce medziročne mierne vzrástla o 3 %, napriek tomu sa stále nachádza výrazne pod štandardnou úrovňou (spred realizácie trojročných tendrov).

Dôvodom je skutočnosť, že banky eurozóny mali naďalej pokrytú významnú časť likviditných potrieb z ECB, napriek tomu, že v prvom štvrťroku predčasne splatili už takmer štvrtinu trojročných zdrojov.

Depozitné obchody opätovne viditeľne klesli, pričom od obdobia finančnej krízy už o takmer 80 %. K ich výraznej redukcii prispela nielen neochota požičať bez kolaterálu vzhľadom na zvýšené kreditné riziko. Samotný spôsob výkonu refinančných tendrov ECB spôsobil, že banky eurozóny, bez ohľadu na prístup ku zdrojom na peňažnom trhu, mohli trh plne nahradiť čerpaním zdrojov v tendroch ECB, keďže sa v nich prideliujú zdroje v plnej miere za pevné úrokové sadzby. Neochota vstupovať do transakcií s protistranami z problémových krajín vyústila do zvýšenej koncentrácie obchodnej aktivity na národnej úrovni, keď sa takmer polovica z nej uskutočnila len medzi subjektmi z jednej krajiny. Jej podiel predstavuje vôbec najvyššiu koncentráciu.

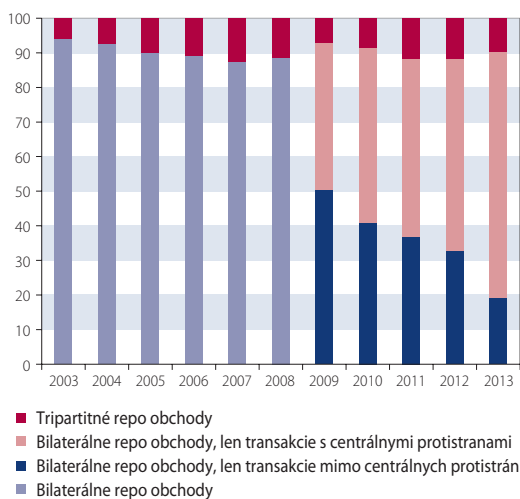
Väčšina transakcií na peňažnom trhu sa uskutočnila zabezpečenou formou, ktorá nadobúdala čoraz väčší význam. Repo trh tvoril aj pred finančnou krízou najväčšiu časť peňažného trhu, ale jeho dominantné postavenie sa vplyvom neštandardných podmienok na finančnom trhu zvýraznilo, keď v porovnaní s depozitným trhom je až takmer desaťnásobne väčší. Po poklese zabezpečených obchodov v roku 2012 z dôvodu realizácie trojročných tendrov nastal ich opätovný návrat na pôvodné úrovne. Môže to znamenať, že sa na peňažný trh vrátili práve tie banky eurozóny, ktoré v prvom štvrťroku predčasne splatili trojročné tendre. Takýto krok si však mohli dovoliť len také subjekty, ktoré mali bezproblémový prístup k likvidite na peňažnom trhu, lebo ostatní účastníci trhu ich vnímali ako menej rizikových. Tieto prostriedky im pravdepodobne slúžili len na vytvorenie preventívnej rezervy proti nepredvídateľným udalostiam. Ďalším dôležitým momen-

Graf 4 Vývoj vybraných nástrojov peňažného trhu (v biliardách EUR)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

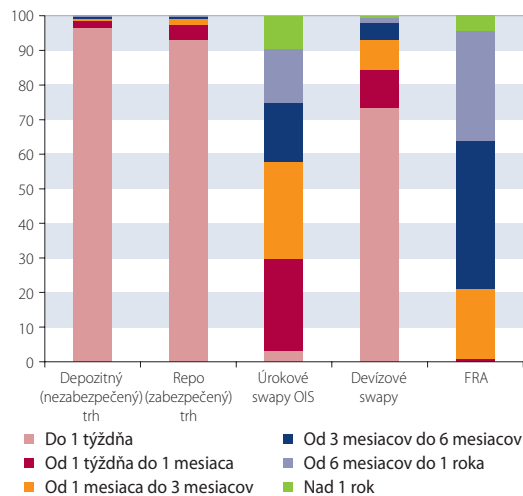
Graf 5 Štruktúra repo trhu (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.



Graf 6 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností v roku 2013 (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

tom, ktorý významne podporil vo väčšej miere akceptáciu kolaterálov problémových krajín v repo obchodoch a tým aj nárast samotného trhu, bolo vyhlásenie prezidenta ECB M. Draghiho v júli 2012 o uskutočnení akýchkoľvek krokov na záchranu eura. Viditeľné zúženie spreadov štátnych dlhopisov periférnych krajín uvoľnilo požiadavky na tzv. margin calls (výzvy na dodatočné vyrovnanie) u centrálnych protistrán.

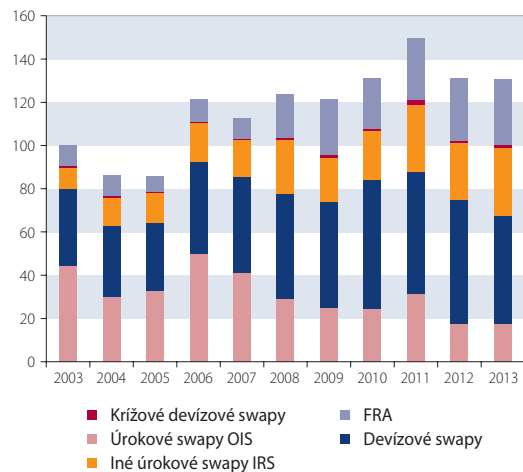
Zabezpečené obchody sa uskutočňujú takmer výlučne prostredníctvom bilaterálnych transakcií. V rámci nich viditeľne zvýšili svoj podiel transakcie sprostredkované centrálnymi protistranami, ktoré v období finančnej krízy získavajú na medzibankovom trhu svoje významné postavenie.

V rámci štruktúry splatností obchodovaných na peňažnom trhu nenastali významnejšie zmeny. Naďalej sa aktivita na depozitnom a repo trhu sústreďuje do najkratších splatností, keď transakcie do jedného týždňa tvoria viac ako 90 %.

Devízové swapy zostali druhým najviac obchodovaným nástrojom, hoci zaznamenali výrazný medziročný pokles o 13 %. Zmena mohla súvisieť s ich nižším využívaním ako alternatívy voči repo obchodom. Argumentom v prospech ich zvýšeného využívania v minulom období bola možnosť eliminovať kreditné riziko a zároveň ťažkosti v repo obchodoch pri akceptácii kolaterálu emitovaného v problémových krajinách eurozóny. Najaktívnejšie boli v tomto segmente protistrany mimo národných okruhov, pričom v posledných troch rokoch rastie zastúpenie subjektov mimo eurozóny. V štruktúre zobchodovaných menových párov nenastali významnejšie zmeny, keď najviac používaným je naďalej hlavný menový pár EUR/USD. Po ňom nasleduje s podielom vyšším než 5 % menový pár EUR/GBP. Ostatné, EUR/CHF a EUR/JPY, spomínanú úroveň nepresiahli.

V rámci derivátov najviac vzrástli úrokové swapy IRS, ktoré tým skorigovali predošlý pokles a navýšili svoj obrat vobec na najvyššiu hodnotu. Túto

Graf 7 Vývoj derivátového trhu (hodnoty oproti roku 2003)

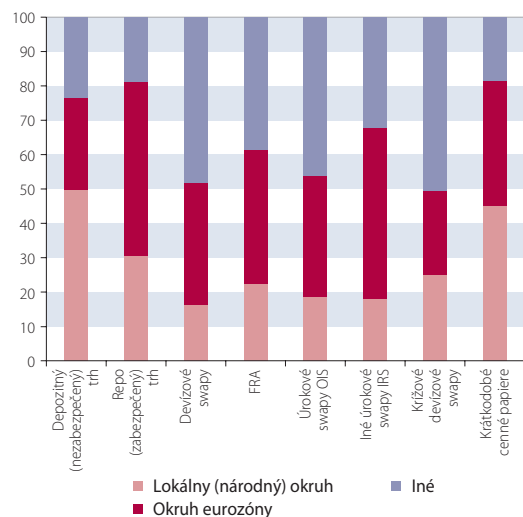


Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

skutočnosť by mohla vysvetliť zmena v očakávaní vývoja úrokovej krivky EURIBOR vzhľadom na likviditnú situáciu na peňažnom trhu. Banky eurozóny sa tak zabezpečujú voči možnému nárastu úrokovej krivky EURIBOR a jej prípadnej zvýšenej volatility z dôvodu redukcie prebytku likvidity v rámci predčasného splácania VLTRO (*very longer-term refinancing operation*). Naopak, úrokové swapy OIS takmer stagnovali, keďže nebolo potrebné zabezpečiť sa voči zvýšenej volatility sadzby EONIA. Tá v sledovanom období zotrvala v úzkom pásme a na veľmi nízkej úrovni, blízko úrovne sadzby jednodňovej sterilizačnej operácie.

Podľa vyjadrení prezidenta ECB sa roztrieštenosť obchodnej aktivity do viacerých segmentov viditeľne zmiernila. Dôvodom je pozitívny účinok existencie programu OMT, ktorý významne eliminoval riziko rozpadu eurozóny. To sa prenieslo do

Graf 8 Koncentrácia obchodov vo vybraných nástrojoch podľa protistrán v roku 2013 (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.



viditeľnej korekcie znefunkčneného finančného trhu. Na dlhopisovom trhu sa zaznamenalo výrazné zúženie rizikových prírážok a pokles prémie CDS. Uvoľnenie napätia umožnilo na druhej strane návrat niektorých emitentov na primárny trh. Mierne oživenie transakcií medzi krajinami v eurozóne spôsobilo zlepšenie, resp. konvergenciu zostatkov v platobnom systéme TARGET2. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že program OMT je napriek jeho doterajšiemu neaktivovaniu zatiaľ najúčinnejším mimoriadnym opatrením ECB od začiatku finančnej krízy.

OBCHODOVANIE NA NÁRODNEJ ÚROVNI (NA ÚROVNI DOMÁCIH BÁNK)

Na domácom peňažnom trhu aktívne pôsobí viac ako 20 bankových subjektov. Podobne aj tu obchodná aktivita na peňažnom trhu mierne vzrástla, a to o 3 %. V posledných dvoch rokoch sa však výrazne spomaľuje tempo prírastku. Napriek zvýšeniu na najvyššiu hodnotu od vstupu do eurozóny

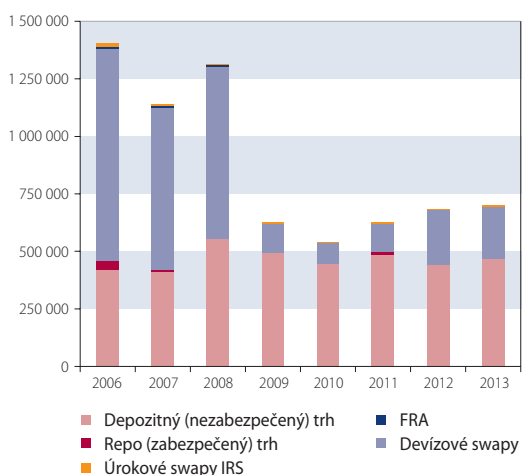
ny zďaleka nedosahuje úrovne z čias korunového peňažného trhu.

V štruktúre nástrojov peňažného trhu naďalej výrazne dominujú depozitné obchody. Po nich nasledujú devízové swapy. Ostatné nástroje sa využívali minoritne (repo obchody, úrokové swapy IRS a forwardové obchody FRA).

Repo obchody medzi domácimi bankami netvoria takú významnú časť obchodnej aktivity ako v eurozóne. Dôvodom je, že požiadavky na kolateralizáciu transakcie sú minimalizované obchodovaním so subjektmi z domáceho okruhu, ale najmä výraznou koncentráciou aktivity v rámci vlastnej bankovej skupiny. Prekážkou pri eventúálnom využívaní kolateralizácie obchodov je podľa dilerov naďalej neprímerane zvolená cenová politika domácich inštitúcií, a to burzy a centrálného depozitára cenných papierov.

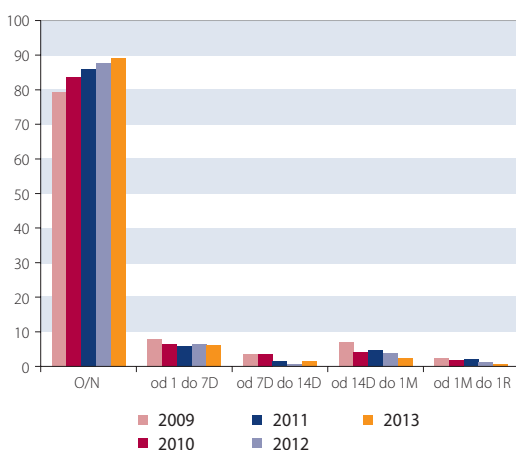
Od vstupu do eurozóny kontinuálne rastie podiel najkratších splatností pri depozitných obchodoch, ktoré tak dosiahli takmer 90 %. V prípade

Graf 9 Vývoj obchodov na peňažnom trhu podľa nástrojov (v mil. EUR)



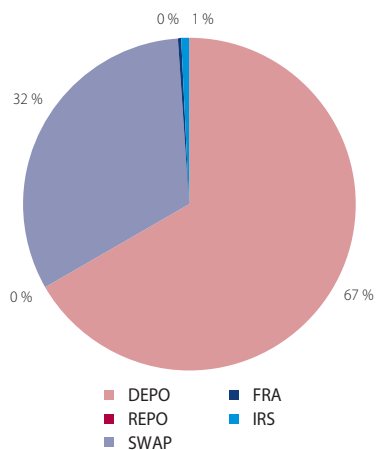
Zdroj: NBS.

Graf 11 Štruktúra depozitných obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



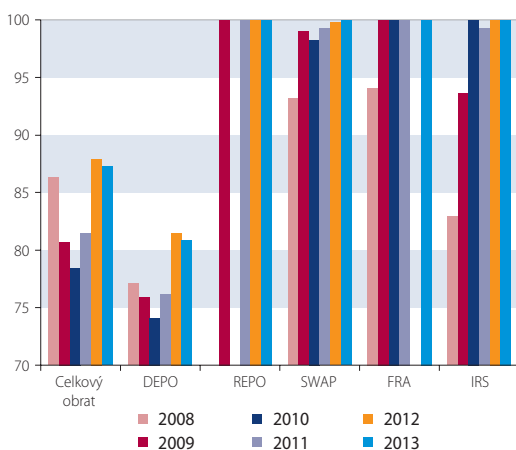
Zdroj: NBS.

Graf 10 Štruktúra nástrojov na peňažnom trhu v roku 2013 (v %)



Zdroj: NBS.

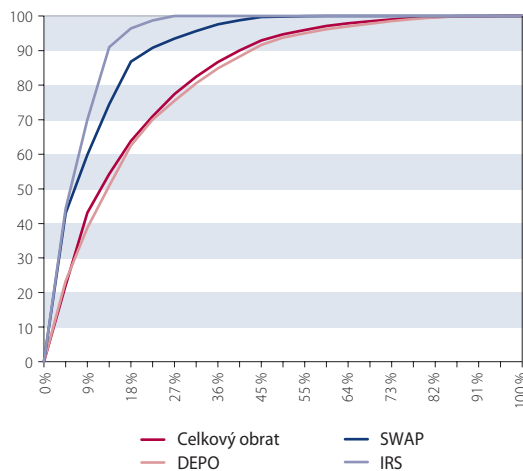
Graf 12 Koncentrácia obchodov voči nerezidentom vo vybraných nástrojoch peňažného trhu (v %)



Zdroj: NBS.



Graf 13 Koncentrácia obchodnej aktivity podľa Lorenzovej krivky v roku 2013



Zdroj: NBS.

(os x – relatívne zastúpenie domácej banky, os y – relatívne vyjadrenie obchodnej aktivity)

devízových swapov sa taktiež najviac obchodovali jednodňové dlžky splatnosti. V oboch prípadoch koncentrácia obchodnej aktivity na najkratšie splatnosti odráža preferenciu domácej banky riadiť likviditu na dennej báze, čo im zároveň umožňuje primerane zefektívniť toky prostriedkov.

Obchodná aktivita sa najčastejšie koncentruje na protistrany pôsobiace mimo domáceho okruhu. Repo obchody a derivátové obchody (devízové swapy, forwardové obchody a úrokové swapy IRS) sa uskutočňujú s nerezidentmi, pričom túto skupinu tvoria najmä subjekty z vlastnej bankovej skupiny. V devízových swapoch sa obchoduje aj s menami okolitých krajín (CZK, PLN, HUF).

Pri podiele menšom ako 20% sa depozitné obchody realizujú aj s domácimi protistranami. Dôvodom tejto veľmi nízkej obchodnej aktivity medzi domácimi bankami navzájom a na národnej úrovni je viacero skutočností. Domáci bankový sektor sa nachádzal vo výraznom prebytku likvidity, čo výrazne limitovalo priestor na umiestnenie voľných prostriedkov. Práve z tohto dôvodu im zostal jedinou možnosťou priestor vo vlastnej bankovej skupine, keďže takmer všetky domáce banky pôsobia v rámci zahraničných bankových skupín, ktoré systémovo vykazujú výrazný nedostatok vlastných prostriedkov na pokrytie likviditných potrieb.

Koncentrácia obchodnej aktivity vyjadruje, koľko subjektov pokrýva určitú časť trhu, pričom jej číselno-grafické znázornenie umožňuje Lorenzova krivka. Tá ilustruje, ako rovnomerne je obchodná aktivita rozdelená medzi subjektmi na trhu. Platí, že čím je väčšia časť trhu pokrytá menším počtom subjektov, tým je sklon Lorenzovej krivky strmší – bližšie k vertikálnej osi. Na národnom okruhu peňažného trhu najvyššiu koncentráciu vykazujú úrokové swapy IRS a devízové swapy. Dôvodom je nižší počet aktívnych domácich bánk v týchto nástrojoch. O niečo nižšiu koncentráciu, ale stále výrazne nad úrovňou rovnomerného roz-

delenia trhu, má zasa celková aktivita a aktivita na depozitnom trhu.

Doplňujúcou informáciou je identifikácia konkrétnych domácich bánk – ktoré sú najaktívnejšie a v akej miere tvoria trh v jednotlivých nástrojoch. Z kritéria agregátnych obrátov vyplýva, že päť najaktívnejších domácich bánk sa podieľa na celkovej obchodnej aktivite až 71%. Podobne to vyzerá aj na depozitnom trhu. Oveľa väčšiu koncentráciu vykazujú derivátové obchody. V prípade devízových swapov sa až 91% obchodov koncentruje v piatich najaktívnejších domácich bankách. Pri úrokových swapoch IRS je koncentrácia ešte väčšia, a to 99%.

ZÁVER

V sledovanom období sa makroekonomická situácia v krajinách eurozóny zásadnejšie nezlepšila. Prostredie krehkého zotavovania ekonomík krajín eurozóny a najmä slabý vývoj úverov poskytnutých do reálnej ekonomiky viedli ECB ku kvalitatívnemu uvoľneniu menovej politiky. Kľúčové úrokové sadzby znížila dvakrát, pričom úrokovú sadzbu jednodňových sterilizačných obchodov ponechala bez zmeny.

Oveľa významnejším krokom bolo upustenie od pôvodnej komunikačnej stratégie, keď v júli 2013 zaviedla signalizáciu budúceho nastavenia menovopolitických sadzieb, v rámci ktorej sa očakáva ponechanie kľúčových úrokových sadzieb na aktuálnych alebo nižších úrovniach počas dlhšieho obdobia, bez špecifikácie tohto obdobia. Cieľom tohto mimoriadneho postupu je umožniť uvoľnenú situáciu na peňažnom trhu počas dlhšieho obdobia a najmä zabrániť nežiaducemu sprísňovaniu podmienok na medzibankovom trhu. V opačnom prípade by mohlo byť ohrozené zotavovanie ekonomík.

Banky eurozóny výrazne zredukovali čerpané trojročné zdroje z ECB vzhľadom na zlepšenie situácie na medzibankovom trhu, keď už nie je potrebné viazať prostriedky z ECB na tvorbu preventívnej rezervy pre prípad nepredvídateľných okolností alebo na špekulatívne investície.

Situácia na peňažnom trhu v eurozóne sa zatiaľ výraznejšie nezmenila. Nadalej pretrvávala nízka obchodná aktivita pri najkratších splatnostiach, pričom podľa odbornej verejnosti je otáznne, či sa vôbec depozitný trh vráti do úrovne pred krízou. Vzhľadom na neochotu vstupovať do transakcií bez kolaterálu s protistranami z problémových krajín rastie význam repo trhu. V rámci neho sa najviac zabezpečených transakcií uskutočnilo prostredníctvom centrálnych protistrán, ktoré na medzibankovom trhu nadobúdajú dôležité postavenie.

Po piatich rokoch od vstupu do eurozóny je záujem domácich bánk o menovopolitické operácie ECB, najmä o refinančné tendre naďalej nízky. Výnimkou sú len refinančné tendre s mimoriadnymi splatnosťami (ročné a trojročné), kde sa zaznamenala najväčšia participácia domácich protistrán. V hodnotenom období bola aktivita domácich protistrán zameraná viac na redukciu čerpaných



trojročných zdrojov. Dôvodom bolo podľa vyjadrení dilerov zlepšenie situácie na medzibankovom trhu, preto pominuli motívy vytvárania finančnej rezervy voči nepredvídateľným udalostiam.

Domáci bankový sektor sa naďalej nachádza vo výraznom prebytku likvidity. Prebytok likvidity banky takmer úplne ponechávali na bežnom účte, pretože realizácia jednodňových vkladov neprinášala očakávané zhodnotenie, keďže od júla 2012 ECB upustila od úročenia vkladov v rámci jednodňových sterilizačných operácií. Jedinou možnosťou bolo participovať na sterilizačných tendroch, ktorými ECB odčerpáva likviditu dodanú prostredníctvom programu SMP. Jej atraktivita pre domáce banky stúpala pri náraste hraničných úrokových sadzieb v tendri, za ktoré ECB maximálne uspokojuje predložené ponuky.

Za obdobie pôsobenia Slovenska v eurozóne sa štruktúra obchodov takmer nezmenila. Naďalej dominujú depozitné obchody, po nich nasledujú devízové swapy. Keďže domáci bankový sektor sa naďalej nachádza v prebytku likvidity, jedinou možnosťou, ako zobchodovať voľné prostriedky, je vstupovať do transakcií s nerezidentmi. Najčastejšie sú to protistrany pôsobiace v rámci vlastnej bankovej skupiny.

VÝHĽAD NA ROK 2014

Okrem krehkého zotavovania ekonomík krajín eurozóny sa do popredia dostáva problém s klesajúcou infláciou, ktorá sa výrazne vzdialila od cieľovej úrovne. Odborná verejnosť vzhľadom na spomínané „hrozby“ očakáva, že ECB pristúpi k ďalším mimoriadnym opatreniam. V oblasti kvalitatívneho uvoľnenia menovej politiky sa zvažuje možnosť znížiť kľúčové úrokové sadzby, hoci pomalším tempom ako zvyčajných 25 bázických bodov, ale najmä formou záporného úročenia prebytku likvidity.

Medzi ostatnými diskutovanými opatreniami je ukončenie výkonu sterilizačných tendrov odčerpávajúcich sumu programu SMP, opätovná implementácia dlhodobějších tendrov, prípadne ich modifikácia v účelovom naviazaní čerpania zdrojov na poskytovanie úverov nefinančným spoločnostiam (sektor malých a stredných podnikov),

zníženie minimálnych rezerv a program nákupu aktív (najmä ABS). Nemenej dôležitou témou je naďalej možná aktivácia programu OMT v niektorej problematickej krajine.

V rámci výkonu menovopolitických operácií ECB bude dôležité, akým tempom budú banky eurozóny pokračovať v redukcii trojročných zdrojov. To bude mať priamy vplyv na vývoj prebytku likvidity. Čím bude nižší, tým bude vyššia citlivosť úrokových sadzieb na peňažnom trhu. Na začiatku roku 2014 sa práve redukciou prebytku likvidity výrazne pod úroveň 150 mld. € spôsobila viditeľná volatilita najkratších úrokových sadzieb EONIA, prejavujúca sa ich nárastom podstatne nad základnú sadzbu ECB. Trhovní analytici vysvetľovali túto skutočnosť návratom niektorých subjektov na peňažný trh, ktoré mohli špekulovať voči výsledku tendra MRO a podmienkam na peňažnom trhu. V otázke možného oživenia aktivity na nezabezpečenom trhu sú však banky eurozóny stále skeptické.

Zásadnou udalosťou budú aj záťažové testy vybraných európskych bánk, ktoré uskutoční ECB v rámci jednotného mechanizmu dohľadu. Samotné zverejnenie výsledkov môže mať podľa trhu významný vplyv na náladu na globálnom finančnom trhu, prípadne na stupňovanie či uvoľňovanie napätia.

Ďalšou významnou skutočnosťou bude uplatňovanie nových regulačných pravidiel v rámci Bazileja 3. Očakáva sa, že budú mať významný vplyv nielen na obchodovanie na peňažnom trhu v eurozóne, ale aj na správanie bánk eurozóny v menovopolitických operáciách ECB. Oveľa väčšia koncentrácia obchodnej aktivity sa zrejme bude viazať na posledné obchodné dni v mesiacoch vzhľadom na možnosť doladiť plnenie ukazovateľa likvidity. V súčasných podmienkach sa bilancie bánk vylepšujú najmä ku koncu štvrtrokov, polrokov a roka.

Otvorenou témou naďalej zostáva aj problematika benchmarku peňažného trhu EURIBOR, keďže sa počet kontribútorov stále znižuje. Neochota bánk participovať na zostavovaní benchmarku je negatívnym dôsledkom vnútorných regulácií a obáv.