



Výkon operácií menovej politiky ECB a situácia na peňažnom trhu v roku 2015

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Na začiatku roku 2015 odborná verejnosť očakávala, ako ECB pristúpi k zámeru prehodnotiť nastavenie menovej politiky. Keďže sa kvalitatívne uvoľňovanie vo forme dodatočných úprav kľúčových úrokových sadzieb vyčerpalo a poskytovanie likvidity prostredníctvom refinančných tendrov záviselo od dopytu bánk eurozóny, diskutovalo sa o tom, či ECB zvolí aktívny prístup pri dodatočnom uvoľnení menovej politiky po vzore významných svetových centrálnych bánk. Odborná verejnosť sa zhodla na tom, že bez zaradenia vládnych dlhopisov krajín eurozóny medzi nakupované aktíva by nebolo možné zvýšiť peňažnú zásobu na požadovanú úroveň a vykonávať kvantitatívne uvoľňovanie počas dlhšieho obdobia.

Vzhľadom na slabší priebeh nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABS) sa očakávalo, že oživením emisnej aktivity prostredníctvom tohto nástroja vo výraznejšej miere nastane refinancovanie potrebnej úverovej aktivity. Tento postup by mal, prirodzene, bezprostredný efekt na zvýšenie bilančnej sumy Eurosystému.¹

Okrem nákupných programov sa z ostatných prijatých mimoriadnych opatrení² plánovali v roku 2015 dodatočné tranže cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO). Na rozdiel od počítačových tranží mohlo čerpanie týchto dodatočných naznačiť aktuálnu situáciu pri využívaní cielených prostriedkov na poskytovanie úverov a ich vplyv na dynamiku úverovej aktivity v eurozóne.

V odbornej verejnosti prevládali aj pochybnosti o tom, či sa mimoriadnymi opatreniami podarí zvýšiť infláciu a odvrátiť jej zotrvanie na nežiaduco nízkych úrovniach počas dlhšieho obdobia vrátane jej prepadu do záporných hodnôt. Názory sa rôznili aj pri účinnosti čerpaných TLTRO na oživenie úverovej dynamiky, najmä v krajinách vykazujúcich sťažené podmienky pri prefinancovaní reálnej ekonomiky.

Keď prebytok likvidity dosahoval rekordné hodnoty, obchodná aktivita na peňažnom trhu

sa utlmila a ceny depozít zaznamenali najnižšie hodnoty. Vychádzajúc z predošlých skúseností bolo naďalej otáznne, či vzhľadom na penalizáciu prebytočnej likvidity dôjde k jej distribúcii medzi rizikovejšie subjekty, čo by viedlo popri zlepšení fungovania transmisného mechanizmu najmä k očakávanej zvýšenej úverovej aktivite.

Pozornosť trhových účastníkov sa sústredila okrem samotného výkonu menovej politiky aj na politickú situáciu v Grécku po predčasných parlamentných voľbách, na prístup novej gréckej vlády k pokračovaniu implementácie úsporných opatrení a na priebeh rokovaní s medzinárodnými veriteľmi. Politické riziko sa vnímalo citlivejšie aj vzhľadom na blížiacu sa parlamentné voľby v ďalších problémových krajinách, najmä z toho pohľadu, či nové vlády budú pokračovať v úsporných opatreniach.

MENOVOPOLITICKÉ OPERÁCIE ECB

Vzhľadom na zhoršujúce sa inflačné očakávania a účinnosť dovtedy prijatých mimoriadnych opatrení (TLTRO, CBPP3 a ABSPP)³ ECB v januári 2015 pristúpila k prehodnoteniu nastavenia menovej politiky. Rozšírila program nákupu aktív APP o štátne dlhopisy a cenné papiere emitované

- ¹ Zatraktívením v porovnaní s inými alternatívami pri prefinancovaní úverovej aktivity by sa oživila emisná aktivita a tým aj záujem bánk eurozóny ponúkať tieto cenné papiere v rámci programu ABSPP.
- ² Medzi mimoriadne opatrenia prijaté v roku 2014 patrili TLTRO, programy CBPP3 a ABSPP a zavedenie záporného úročenia prebytku likvidity.
- ³ Prostredníctvom mimoriadnych opatrení TLTRO, CBPP3, ABSPP sa malo doceliť navýšenie bilančnej sumy Eurosystému smerom k úrovniam zo začiatku roku 2012.

Skratky používané v texte:

ABS (asset-backed securities) – cenné papiere kryté aktívami
 ABSPP (asset-backed securities purchase programme) – program nákupu cenných papierov krytých aktívami
 APP (asset purchase programme) – rozšírený program nákupu aktív
 CAC (collective action clause) – doložka o spoločnom postupe
 CBPP3 (third covered bond purchase programme) – tretí program nákupu krytých dlhopisov
 LTRO (longer-term refinancing operations) – dlhodobější refinančné operácie
 MLF (marginal lending facility) – jednodňové refinančné operácie
 MRO (main refinancing operations) – hlavné refinančné operácie
 PSPP (public sector purchase programme) – program nákupu cenných papierov verejného sektora
 SMP (securities markets programme) – program pre trhy s cennými papiermi
 TLTRO (targeted longer-term refinancing operations) – cielené dlhodobější refinančné operácie



4 Celkovú poskytnutú likviditu tvorí objem čerpania v refinančných operáciách (MRO, LTRO a MLF) a prostriedky dodané prostredníctvom nákupných programov, ukončených aj prebiehajúcich.

agentúrami, nadnárodnými, resp. medzinárodnými inštitúciami (program PSPP). Celkové mesačné nákupy sa plánovali na 60 mld. EUR a na obdobie končiace sa najskôr v septembri 2016, resp. v momente dosiahnutia inflačného cieľa.

V priebehu uplynulého roka došlo k technickej úprave programu PSPP vo forme zvýšenia limitu nákupu na emisiu z 25 % na 33 % v závislosti od doložky o spoločnom postupe (CAC). Týmto rozhodnutím sa uvoľnil dodatočný priestor pri nákupe jednotlivých emisií, čo malo podporiť bezproblémový priebeh nákupnej aktivity Eurosystemu. Priestor pre nákup sa zvýšil aj rozšírením počtu agentúr, nadnárodných a medzinárodných inštitúcií.

K úprave podmienok nákupného programu došlo až v decembri, keď sa predĺžilo obdobie jeho realizácie o 6 mesiacov do konca marca 2017. Ne-

zvýšila sa síce mesačná čiastka nákupov, zmenila sa však jej štruktúra, a to po začlenení regionálnych a komunálnych dlhopisov do programu.

Výkon refinančných operácií sa nezmenil, prístupilo sa len k predĺženiu ich uskutočňovania metódou FRFA (plným prídelením za pevnú úrokovú sadzbu) do konca roku 2017.

Napriek predchádzajúcim vyjadreniam, že kľúčové úrokové sadzby dosiahli najnižšiu úroveň, čo vylučovalo dodatočné kvalitatívne úpravy, ECB prístupila v decembri k ďalšiemu zníženiu, konkrétne úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie. Dôvodom bola skutočnosť, že táto sadzba významne vplývala na transmisný mechanizmus. Nenaplnili sa však predstavy trhu o jej podstatnejšej redukcii až na -0,5 % a o zavedení osobitého úročenia prebytku likvidity, ktorým sa mala v plnej miere zmierniť penalizácia prebytku likvidity.

Celkovú poskytnutú likviditu⁴ eurozóny výrazne zvyšoval k úrovniam z roku 2012 výlučne program nákupu aktív, kým v refinančných tendroch sa kumulatívne čerpali zdroje bez výraznejších zmien.

Vzhľadom na splatnosť trojročných tendrov a uskutočnenie dodatočných tranží TLTRO sa zmenila štruktúra čerpaných refinančných zdrojov. Splatenie zostatku trojročných tendrov na začiatku roka nevyvolalo výpadok zdrojov, pretože tie boli plne kompenzované zvýšením čerpania kratších týždenných MRO a trojmesačných LTRO. Banky eurozóny si vytvárali priestor na účasť na dodatočných tranžiach cieľných LTRO osobitne pred marcovou a júnovou aukciou, keď sa postupne zredukovalo čerpanie ostatných refinančných foriem. Ostatné dve tranže cieľných LTRO nemali zásadnejší vplyv na úroveň likvidity z dôvodu veľmi nízkeho záujmu.

Okrem samotnej reštrukturalizácie splatností čerpaných zdrojov v prospech dlhodobějších vplýval na celkový objem refinančných zdrojov aj rastúci prebytok likvidity. V dôsledku nárastu voľných prostriedkov klesal záujem o dodatočné zdroje v uskutočňovaných tendroch.

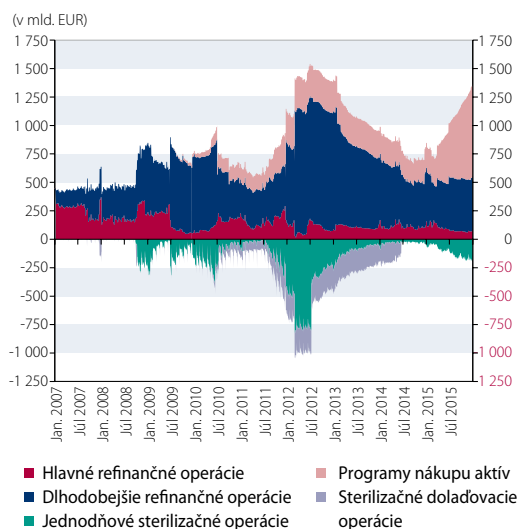
S nárastom poskytnutej likvidity sa nežiaduco zvyšoval aj jej prebytok, podporený prílevom zdrojov z programu nákupu aktív. Naposledy sa na úrovni 650 mld. EUR nachádzal v novembri 2012, čo bolo pred začiatkom predčasného splácania trojročných zdrojov.

Distribúcia prebytku likvidity sa nemenila, keď sa jeho prevažná väčšina kumulovala v krajinách s nižším čerpaním refinančných zdrojov. Samotný prebytok likvidity na agregátnej úrovni bol alokovaný predovšetkým do prebytočných rezerv, hoci využívanie depozitných operácií mierne rástlo. Z dôvodu záporného úročenia prebytočnej likvidity bez ohľadu na jej umiestnenie sa jednoduchové sterilizačné operácie využívali len na zníženie celkovej refinančnej pozície.

ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK V MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

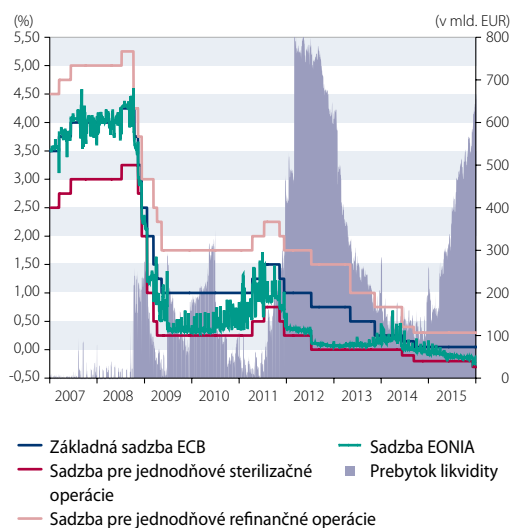
Aj v siedmom roku od vstupu do eurozóny platilo, že domáce banky využívali operácie menovej

Graf 1 Vybrané operácie menovej politiky ECB



Zdroj: ECB, spracovanie NBS.

Graf 2 Kľúčové úrokové sadzby ECB a prebytok likvidity



Zdroj: Bloomberg, spracovanie NBS.



politiky veľmi zriedkavo. Svedčí to o tom, že si dokážu zabezpečiť potrebné zdroje na medzibankovom trhu, ako aj v rámci vlastnej bankovej skupiny po prerozdelení centralizovaných zdrojov.

Na kratšej MRO sa zúčastňoval užší okruh domácich bánk s nižšími objemami.

Podobne ako v predchádzajúcich mimoriadnych tendroch s dlhšou dobou splatnosti (v ročných a trojročných), väčší záujem sa zaznamenal aj o cielefinancovanie v LTRO.

Okrem refinančných a sterilizačných operácií sa domáce banky mohli v roku 2015 zúčastniť aj na programe nákupu aktív. Zaradením slovenských hypotekárnych záložných listov a vládnych dlhopisov sa daný program zatriktívnil aj pre domáci bankový sektor.

Záujem domácich bánk zobchodovať domáce cenné papiere na sekundárnom trhu je do značnej miery limitovaný skutočnosťou, že prevažnú väčšinu domácich cenných papierov držia v portfóliách do splatnosti.

Domáci bankový sektor sa nachádzal v prebytku likvidity, ale vo výrazne nižšom v porovnaní s agregátnou úrovňou eurozóny. Voľné prostriedky sa kumulovali na bežných účtoch vo forme prebytočných rezerv. Depozitné operácie využíval len užší okruh domácich bánk, čo naznačuje odlišný prístup pri alokácii prebytku likvidity.

OBCHODOVANIE BÁNK EUROZÓNY NA AGREGÁTNEJ ÚROVNI

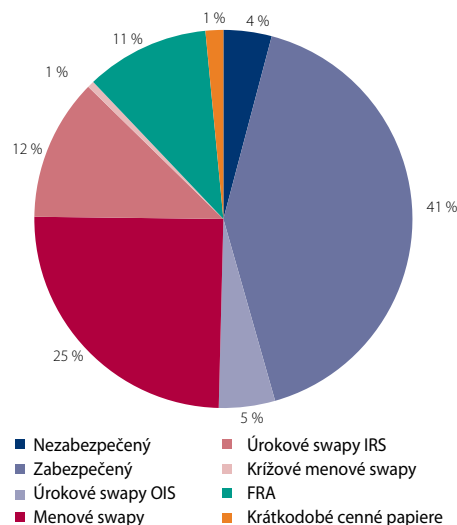
V druhom štvrtroku 2015 sa aktivita bánk eurozóny na eurovom peňažnom trhu po dvoch rokoch rastu opäť výrazne prepadla až na úroveň roku 2012. Nižšia obchodná aktivita súvisí s prudko rastúcim prebytkom likvidity z dôvodu prílevu likvidity z programu nákupu aktív (APP). Naposledy sa takáto zvýšená úroveň likvidity zaznamenala v prvom štvrtroku 2013, teda na začiatku predčasného splácania trojročných tendrov.

V dôsledku výrazne rastúceho prebytku likvidity banky eurozóny obmedzovali transakcie na peňažnom trhu, čo sa prejavilo v podstatnom poklese využívania viacerých trhovo-peňažných nástrojov. Najviditeľnejšie zredukovali využívanie úrokových swapov OIS vzhľadom na nižšiu potrebu zabezpečiť sa voči vývoju najkratšej úrokovej sadzby Eonia. V sledovanom období spomínaná úroková sadzba zaznamenala v zápornom pásme nižšiu volatilitu. V porovnaní s úrokovým swapom OIS sa vo väčšej miere zobchodovali úrokové swapy IRS, ktorých účelom bolo zabezpečenie úrokových sadzieb Euribor.

So zvýšeným prebytkom likvidity súvisí aj prudký pokles obchodovania na nezabezpečenom trhu, ktorý sa prepadol na najnižšiu hodnotu za sledované obdobie. Utlmením aktivity na depozitnom trhu sa zvýraznilo dominantné postavenie zabezpečeného trhu, na ktorom sa zobchodoval desaťnásobne väčší objem než na nezabezpečenom trhu.

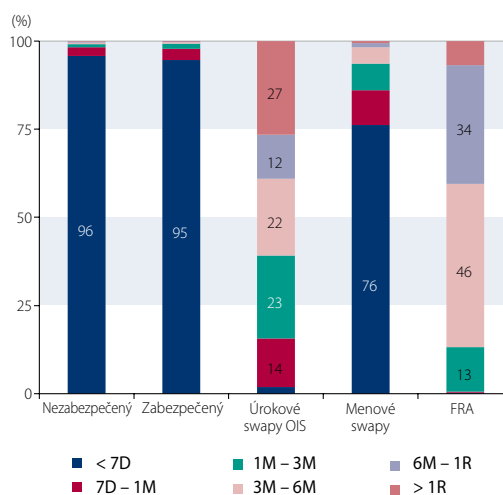
Z ostatných nástrojov sa znížilo aj obchodovanie na zabezpečenom trhu a trhu FRA, ale miernejším tempom.

Graf 3 Štruktúra eurového peňažného trhu v roku 2015



Zdroj: Euro Money Market Survey 2015.

Graf 4 Obchody bánk eurozóny na peňažnom trhu podľa dĺžok splatností



Zdroj: Euro Money Market Survey 2015.

Nárast aktivity sa zaznamenal len medzi derivátmi, a to pri krížových menových swapoch, úrokových swapoch IRS a menových swapoch. V rámci úrokových swapov IRS vzrástol záujem bánk eurozóny zabezpečiť sa na dlhšie obdobie voči úrokovému riziku, a to nad päť, resp. desať rokov.

V štruktúre nástrojov nedošlo k výraznejším zmenám. Naďalej sa najviac obchodovali transakcie zabezpečené kolaterálom (repo obchody), po nich nasledovali menové swapy, úrokové swapy IRS a FRA. Menší ako 5 % podiel mali úrokové swapy OIS a depozitné (nezabezpečené) obchody. Minoritnými naďalej zostali obchody s krátkodobými cennými papiermi a krížové menové swapy.

Z hľadiska splatností zobchodovaných na depozitnom trhu nedošlo oproti predchádzajúcemu roku k významnejším zmenám. Obchody sa



koncentrovali najmä do najkratších splatností, a to do jedného týždňa (viac ako 90 %). Existencia záporných úrokových sadziieb pri najkratších splatnostiach sa neprejavila vo zvýšenej preferencii bánk eurozóny zobchodovať voľné prostriedky za kladné úrokové sadzby, čím by sa vyhli zataženiu obchodov zápornými úrokovými sadzbami.

Zmena preferencie v splatnostiach nastala pri úrokových swapoch OIS, pri ktorých sa výrazne znížil záujem o zabezpečenie proti úrokovému riziku na kratšie obdobie (do jedného mesiaca). Zvýšil sa však dopyt po najdlhších splatnostiach (nad jeden rok).

Depozitné obchody sa uskutočňovali najmä medzi protistranami na národnej úrovni, čo môže naznačovať pretrvávajúcu neochotu vstupovať do transakcií s rizikovejšími subjektmi mimo domáceho okruhu. K väčším cezhraničným transakciám dochádzalo v prípadoch zabezpečenia obchodu kolaterálom, ktorý zmiernil vnímané riziko protistrany. Obchody so subjektmi mimo eurozóny dominovali pri menových swapoch, čo vyplývalo z ich podstaty zobchodovať transakcie so zahraničnými menami voči euru.

Zabezpečené obchody sa uskutočňovali takmer výlučne formou bilaterálnych transakcií, v rámci ktorých významnú úlohu plnili centrálné protistrany. Okrem týchto inštitúcií sa obchodovalo veľmi málo, napriek tomu, že išlo o transakcie zabezpečené kolaterálom. Zdá sa, že ani kolateralizácia nepostačovala na uzatvorenie obchodu s rizikovejšími subjektmi, čo môže viesť k úvahe, že problémom je nielen rizikový profil subjektu, ale aj kvalita predloženého kolaterálu.

V obchodoch s inými menami než s euru si udržal dominantné postavenie americký dolár. Prostredníctvom ostatných mien, ako napr. britskej libry, švajčiarskeho franku a japonského jenu, sa obchodovalo len minimálne.

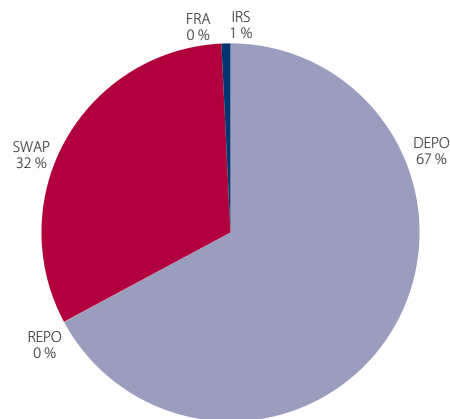
OBCHODOVANIE NA DOMÁCEJ ÚROVNI

Domáce banky po štyroch rokoch utlmili obchodnú aktivitu na peňažnom trhu, čo spôsobil výrazný pokles nezabezpečeného trhu, ktorý si však napriek tomu udržal svoje dominantné postavenie. Po ňom najviac obchodovanými nástrojmi boli menové swapy, ktoré zaznamenali na rozdiel od depozitných obchodov podstatnejší nárast. Zabezpečené obchody patrili aj počas minulého roku k minimálne využívaným nástrojom peňažného trhu. Medzi menej zobchodovanými sa nachádzali aj úrokové swapy IRS. Forwardové obchody sa druhý rok po sebe neuskutočnili.

Keďže výrazná väčšina obchodov sa štandardne odohráva v rámci vlastnej bankovej skupiny alebo medzi domácimi bankami navzájom, minimalizovala sa potreba zabezpečovať transakcie kolaterálom. Zmiernené vnímané riziko protistrany sa prejavilo na dominantnom postavení depozitných obchodov.

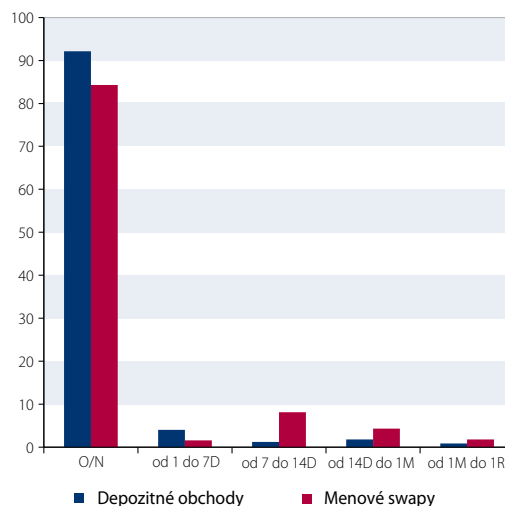
Obchody v inej mene ako euro sa uskutočňovali formu menových swapov. Obchody s menami, či už okolitých krajín (CZK, PLN a HUF) alebo

Graf 5 Štruktúra domáceho peňažného trhu



Zdroj: NBS.

Graf 6 Obchody domácich bánk na peňažnom trhu podľa dĺžok splatností (v %)



Zdroj: NBS.

významných svetových ekonomík (USD, JPY, CHF, GBP), vyplývali z charakteru transakcií a atraktívnosti daných mien.

Existencia záporných úrokových sadziieb sa neprejavila na obmedzení obchodov s najkratšími dĺžkami splatností. Jednodňové obchody naďalej dominovali v štruktúre nezabezpečených obchodov a menových swapov. Naznačuje to správanie domácich bánk pri doladovaní likvidity na dennej báze, čím sa zefektívnil toky prostriedkov.

Najvýznamnejšími obchodnými partnermi domácich bánk boli protistrany mimo domáceho okruhu, výlučne s nimi zobchodovali derivátové obchody, a to menové a úrokové swapy IRS. Depozitné a repo transakcie sa uskutočnili aj s domácimi protistranami.

ZÁVER

V uplynulom roku situáciu na finančnom trhu výrazne ovplyvnila aktivita Eurosystemu na kapitálovom trhu. ECB začala vykonávať menovú po-



litiku priamo aktívne, prostredníctvom nákupov na kapitálovom trhu, čím dodatočne a výrazne uvoľnila menovú politiku. Realizácia programu viedla k nárastu poskytnutej likvidity k úrovniam z roku 2012, čo sa však paralelne premietlo do zvýšenia prebytočnej likvidity a nedochádzalo tak k distribúcii voľných prostriedkov na peňažnom trhu rizikovejším subjektom. Obchodná aktivita sa v dôsledku nárastu prebytku likvidity vo všeobecnosti utlmila.

Nákupným programom sa nezlepšilo makroekonomické prostredie ani inflačný výhľad v eurozóne. Prevážili negatívne externé udalosti z výrazného poklesu cien ropy a dôsledkov spomalenia čínskej ekonomiky.

Aj v siedmom roku od vstupu do eurozóny možno konštatovať, že výraznejšie zmeny vo využívaní menovopolitických zdrojov nenastali. Domáce banky sa na operáciách menovej politiky zúčastňovali len veľmi zriedkavo. Podobne ako o predchádzajúce mimoriadne zdroje s dlhšími dobami splatností (ročnými a trojročnými) sa zaznamenal väčší záujem aj o ciele LTRO, čo sú prostriedky pre reálnu ekonomiku. Napriek tomu, že sa zara-

dením domácich aktív do nákupného programu mohla zatriktívniť účasť aj pre domáce banky, ich záujem do značnej miery limitovala skutočnosť, že prevažnú väčšinu domácich aktív držali v portfóliách do splatnosti.

VÝHĽAD NA ROK 2016

Na začiatku tohto roka sa makroekonomické prostredie zhoršilo najmä tým, že sa obnovili obavy trhu z dôsledkov spomalenia čínskej ekonomiky. Popri možnom slabšom ekonomickom raste sa poklesom cien ropy na dvanásťročných minimách zhoršili inflačné očakávania. Na negatívny vplyv externého prostredia ECB reagovala signalizáciou opätovného prehodnotenia nastavenia menovej politiky.

K ďalším sledovaným udalostiam patrí vývoj úverovej aktivity v súvislosti s prehodnotením čerpaných cieľných prostriedkov. Výsledok povinného predčasného splatenia v prípade nevyužitia ponúknutých cieľných dlhodobých zdrojov zviditeľní, v akej miere boli banky eurozóny schopné využiť poskytnuté prostriedky na úverovanie reálnej ekonomiky.

I N F O R M Á C I E

Ponuka podujatí Inštitútu bankového vzdelávania NBS, n. o.



Máj	
Ako inteligentne riadiť konflikt	3. 5. 2016
Etiketa a základy spoločenského protokolu v praxi I	5. 5. 2016
SEPA – SEPA SCT a SEPA DD a príslušná legislatíva	10. 5. 2016
Neprijateľné zmluvné podmienky vo finančných službách v judikatúre súdov	11. 5. 2016
Osobnostná typológia MBTI a možnosti jej využitia v praxi manažérov	11. 5. 2016
Váš mozog sa dokáže zlepšiť	12. 5. 2016
TRADE FINANCE	16. 5. 2016
Back Office (Treasury Back Office)	17. 5. 2016
Aktuálne dokumenty Bazilejského výboru a EBA k problematike Bazilej III (CRR/CRD IV)	17. 5. 2016
Bankovníctvo v SR – II. časť	17. – 20. 5. 2016
3rd International Conference on E-money, Cards and Payments	18. – 19. 5. 2016
Peňažné a kapitálové trhy II	16. – 18. 5. 2016
Manažérske štýly riadenia	23. 5. 2016
Riadenie projektov vo finančnej inštitúcii od A po Z	25. 5. 2016
Právny systém Slovenskej republiky	25. 5. 2016
Manažérsky reporting/dashboarding workshop (ako reportovať predstavenstvu a manažérom)	26. 5. 2016
Jún	
Ako využívať emocionálnu inteligenciu v praxi a efektívne zvládať stres	1. 6. 2016
Neprijateľné zmluvné podmienky vo finančných službách v judikatúre súdov	1. 6. 2016
Rizikovo upravené meranie výkonnosti – Risk Adjusted Performance Measurement	6. 6. 2016
IRRBB (Interest Rate Risk in the Banking Book)	7. 6. 2016
Platobný styk v SEPA priestore (SEPA SCT, SEPA SDD a TARGET2)	7. 6. 2016
Zásadná novela zákona o mediácii a jej aplikačné pôsobenie v právnej praxi	7. 6. 2016
Discover Qlik Sense	8. 6. 2016
Daňové systémy v krajinách EÚ so zameraním na zrážkovú daň v SR a krajinách EÚ	8. 6. 2016
Školenie pre používateľov IS SIPS	9. 6. 2016
2nd ICT Security in Financial Institutions Conference	9. – 10. 6. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň (sektor poisťovní a zaistenie)	14. – 15. 6. 2016
Školenie pre správcov a operátorov IS SIPS	15. – 16. 6. 2016
Osobitné finančné vzdelávanie – základný stupeň, stredný stupeň, vyšší stupeň (sektor úvery)	16. – 17. 6. 2016
Etiketa a základy spoločenského protokolu v praxi II	20. 6. 2016