



# Krátkodobá úroková sadzba ESTER

Miroslava Kosáková  
Národná banka Slovenska

*Celosvetová benchmarková reforma, o ktorej sme písali v časopise Biatec 6/2017, zásadne ovplyvnila vývoj svetových referenčných úrokových sadzieb. Na jednej strane sa zistila nevhodnosť aktuálneho fungovania sadzieb IBOR – interbank offered rates, ktorej dôsledkom bude vo väčšine prípadov pravdepodobne ich zánik, na druhej strane táto situácia podnietila rozvoj nových, požiadavky spĺňajúcich a spoľahlivých referenčných úrokových sadzieb. V eurozóne vrcholí príprava novej úrokovej sadzby ESTER – Euro Short-Term Rate, ktorá môže byť hlavným európskym míľnikom v rámci systému svetových úrokových benchmarkov.*

Referenčné úrokové sadzby, tzv. benchmarky, sú nielen hlavným obrazom situácie na peňažnom trhu, ale sú zároveň kľúčovým nástrojom, od ktorého sa odvíjajú iné finančné nástroje, zmluvné podmienky či účtovné oceňovanie. Ich využitie tým presahuje samotný finančný trh, keďže sa využívajú aj na iné ekonomické účely. Benchmarkové úrokové sadzby sú dôležité aj pre samotný výkon menovej politiky centrálnej banky, ktorej finálnym zámerom sú opodstatnené a primerané úrokové sadzby pre domácnosti a podniky, a tie sa odvíjajú práve od referenčných úrokových sadzieb.<sup>1</sup>

Britský orgán dohľadu Financial Conduct Authority (FCA) koncom roka 2017 oznámil, že budúca spoľahlivosť svetovo najvyužívanejších referenčných sadzieb LIBOR nemôže byť garantovaná z dôvodu absencie silného podkladového trhu. FCA sa s 20 panelovými bankami prispievajúcimi do tvorby tohto benchmarku dohodol na spolupráci do konca roka 2021. Po tomto období LIBOR pravdepodobne zanikne a malo by sa prejsť na nové alternatívne referenčné sadzby. Podobný vývoj bol zaznamenaný aj v Európe. Oba európske, tzv. kritické benchmarky – Eonia a Euribor – prechádzajú revíziou, ktorej cieľom je ich zosúladienie s nariadením EÚ o referenčných sadzbach<sup>2</sup>, ktoré nadobudlo účinnosť v januári 2018. Obe referenčné sadzby však dostali výnimku vo forme odkladu splnenia tejto regulácie do januára 2020. Administrátor týchto úrokových sadzieb, European Money Markets Institute (EMMI), vo februári 2018 vyhlásil zastavenie revízie metodiky tvorby sadzby Eonia, a to najmä z dôvodu nedostatočnej kvantitatívnej údajovej požiadavky na benchmarkovú sadzbu. Po uplynutí obdobia výnimky nebude Eonia spĺňať požiadavky európskej benchmarkovej regulácie, takže nebude môcť byť v ďalšom období využívaná ako referenčná úroková sadzba. Dôsledkom takéhoto vývoja bude pravdepodobne jej úplné ukončenie.

Sadzba Euribor taktiež prechádza revíziou pod vedením jej administrátora EMMI, s hlavným cieľom prechodu metodiky stanovovania úrokových sadzieb z kotácií na uskutočnené transakcie. V roku 2017 však EMMI informoval, že v súčasných trhových podmienkach by sa plynulý prechod z metodiky kotácií na metodiku plne založenú na skutočných transakciách nedal uskutočniť. EMMI

preto pristúpil k testovaniu tzv. hybridnej metodiky, kde v plnej miere využije uskutočnené transakcie a v prípade nedostatočnosti vstupných údajov ich doplní inými zdrojmi trhových cien, ako aj kotáciami, čiže do značnej miery subjektívnymi predpokladmi. Euribor sa v súčasnosti publikuje pre osem splatností, no v súvislosti s postupným zapracúvaním ďalších prvkov reformy EMMI v júni tohto roku oznámil pozastavenie troch splatností (2-týždňovej, 2-mesačnej a 9-mesačnej) od decembra 2018, z dôvodu veľmi nízkej obchodnej aktivity v týchto splatnostiach. To znamená, že od decembra 2018 sa budú sadzby Euribor stanovovať a publikovať pre päť splatností: 1 týždeň, 1 mesiac, 3 mesiace, 6 a 12 mesiacov. Zatiaľ nie je jasné, či sa EMMI podarí pri sadzbe Euribor naplniť všetky požiadavky regulátora tak, aby sa mohla od januára 2020 naďalej využívať ako benchmark.

V EÚ sú podľa odhadov na sadzbu Eonia naviazané kontrakty v sume približne 22 bil. € a na Euribor v sume približne 110 bil. €. Z dôvodu možného potenciálneho negatívneho vplyvu nedostatočne spoľahlivej trhovej referenčnej sadzby a jej vplyvu na transmisný mechanizmus menovej politiky a na finančnú stabilitu ECB v septembri 2017 oznámila, že do konca roka 2019 vytvorí novú krátkodobú úrokovú sadzbu nezabezpečeného peňažného trhu. Táto nová úroková sadzba by mala dopĺňať existujúce benchmarky vytvárané súkromným sektorom a slúžiť ako akási zálohová referenčná sadzba. Vzhľadom na očakávaný zánik sadzby Eonia a otázku budúcu existenciu sadzieb Euribor bude nová úroková sadzba ECB – ESTER – spoľahlivou náhradou na peňažnom trhu eurozóny.

## ESTER – EURO SHORT-TERM RATE

Euro Short-Term Rate (ESTER) je úroková sadzba vypočítaná z reálne uskutočnených nezabezpečených depozitných obchodov. Do výpočtu sa zahŕňajú transakcie s jednodňovou splatnosťou, v ktorých vybrané banky čerpajú, resp. si požičiavajú zdroje od úverových a iných finančných inštitúcií. Sadzba sa počíta ako vážený priemer, pričom sa vylúči 25 % objemu s najvyššími a 25 % objemu s najnižšími trhovými úrokovými sadzbami (tzv. trimming). Zdrojom údajov je databáza Money Market Statistical Reporting (MMSR), v ktorej je aktuálne zaradených 52 bánk spĺňa-

- <sup>1</sup> Benoit Coeuré, *Waiting for ESTER: the road ahead for interest rate benchmark reform*, 25. september 2018.
- <sup>2</sup> Nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2016/1011 z 8. júna 2016 o indexoch používaných ako referenčné hodnoty vo finančných nástrojoch a finančných zmluvách alebo na meranie výkonnosti investičných fondov, ktorým sa menia smernice 2008/48/ES a 2014/17/EÚ a nariadenie (EÚ) č. 596/2014.



3 [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

4 International Organization of Securities Commissions.

5 Financial Services and Markets Authority (FSMA), European Securities and Markets Authority (ESMA), European Commission.

júcich kritériá stanovené v súčasnom nariadení o štatistike peňažných trhov. V budúcnosti sa nevyklučuje rozšírenie tohto súboru bánk tak, aby pokrýval všetky jurisdikcie eurozóny. V súbore sa zatiaľ nenachádza ani jedna zo slovenských bánk. Do výpočtu sadzby ESTER vstupuje širší záber obchodov vedených v MMSR, teda aj obchody od iných ako bankových inštitúcií. Rozšírením okruhu protistrán, s ktorými banky uskutočnia transakcie na peňažnom trhu, sa ECB snaží nielen naplniť kvantitatívnu požiadavku európskej benchmarkovej regulácie, ale najmä poskytnúť takú úrokovú sadzbu, ktorá by reprezentovala čo najobjektívnejšie podmienky európskeho peňažného trhu v rámci najkratších splatností.

Sadzby Eonia a ESTER majú spoločný jeden dôležitý znak – obe vychádzajú z transakcií v jednotňovom nezabezpečenom segmente. Vo viacerých smeroch sú však odlišné. Kým úrokovú sadzbu Eonia spravuje súkromný sektor (EMMI je súkromná inštitúcia), správcom ESTER je Eurosystem, reprezentovaný Európskou centrálnou bankou. Úroková sadzba Eonia okrem toho vychádza z dobrovoľných príspevkov 28 panelových bánk, ktoré vykazujú jeden súbor údajov za banku, ESTER je úroková sadzba vychádzajúca z databázy MMSR, ktorú spravuje ECB, a v ktorej 52 vybraných európskych bánk vykazuje všetky uskutočnené transakcie s ostatnými finančnými zmluvnými stranami, ako sú iné úverové inštitúcie, poisťovne, penzijné fondy, verejná správa a centrálné banky. V samotnej metodike výpočtu je Eonia váženou priemernou úrokovou sadzbou nahlásených údajov, zatiaľ čo metodika výpočtu ESTER je založená na jednotlivých transakciách. Stanovovanie sadzby Eonia zabezpečuje už historicky ECB, keďže EMMI z dôvodu vysokej diskretnosti vstupných údajov nemala k týmto údajom prístup. ECB má zabezpečiť výpočet sadzby Eonia dovtedy, kým bude dôležitá pre finančné trhy a kým bude mať účasť ECB pre kontinuitu indexu zásadný význam.<sup>3</sup> Výpočet sadzby ESTER bude takisto zabezpečovať priamo ECB v spolupráci s národnými centrálnymi bankami, a to najmä pri verifikačných postupoch.

Príprava novej úrokovej sadzby ESTER trvá približne dva roky. ECB pri príprave všetkých jej aspektov zohľadňuje predovšetkým medzinárodné štandardy pre finančné benchmarky IOSCO<sup>4</sup>, no zároveň berie do úvahy aj názor súkromného sektora. S týmto zámerom sa v januári a apríli 2018 uskutočnilo verejné pripomienkovanie pripravovanej novej úrokovej sadzby. Kľúčovým prvkom, ktorý z pripomienkového konania vyplynul, bol pre účastníkov trhu čas zverejňovania novej úrokovej sadzby. Pôvodne sa navrhovalo jej zverejňovanie o 9.00 h nasledujúci pracovný deň. Tento čas by umožnil dostatočnú kontrolu údajov vstupujúcich do výpočtu. V porovnaní s časom zverejňovania sadzby Eonia by však išlo o významný časový posun, keďže tá sa zverejňuje ešte v daný pracovný deň okolo 19.00 h. Trhovní účastníci sa vyjadrili za posun zverejňovania sadzby ESTER na skorší čas, t. j. ešte pred začatím nového obchodného dňa, čo ECB ústretovo vzala do úvahy. Ďalší pozi-

tívny vývoj v rámci prípravy systému nastal v júni 2018, keď ECB okrem všeobecne označovanej novej úrokovej sadzby zverejnila aj jej názov – ESTER – spolu s metodikou jej výpočtu. ECB plánuje začať so zostavovaním a publikovaním novej sadzby najneskôr od októbra 2019, takže finančný sektor bude mať približne trojmesačnú lehotu na úpravu interných postupov na túto novú sadzbu.

V rámci prípravy sadzby ESTER začala ECB na svojej internetovej stránke v polovici roku 2018 zverejňovať tzv. pre-ESTER, čo sú denné údaje jednodňovej úrokovej sadzby za ostatnú periódu povinných minimálnych rezerv publikované retrospektívne po jej ukončení. Údaje ESTER a pre-ESTER sa líšia v tom, že ESTER je vypočítaná z údajov, ktoré sú do ECB zaslané do 7.00 h za predchádzajúci obchodný deň, zatiaľ čo pre-ESTER sa vypočíta z konečných údajov daného obchodného dňa, zahŕňajúcich všetky revízie vo forme zrušených obchodov, korekcií chýb a zmien obchodov, ktoré banky zúčastňujúce sa na projekte dodajú ECB do 10 dní od daného vykazujúceho dňa. Z analýzy ECB vyplýva, že odchýlky údajov ESTER a pre-ESTER sú minimálne.

Viditeľnejšie sú však rozpätia medzi zobchodovanými objemami a výškou samotných úrokových sadzieb Eonia a ESTER. V uplynulých rokoch významne poklesla zobchodovaná suma vstupujúca do výpočtu sadzby Eonia a dôvodom je niekoľko. Pokles sa začal po začatí masívneho nákupného programu ECB, keď zároveň začal rásť prebytok likvidity európskeho bankového sektora. Banky sa stali menej závislými od vzájomného vypožičavania, keďže mali dostatok zdrojov z ECB, čo sa prirodzene prejavilo na poklese obchodov na medzibankovom trhu. Ďalším dôvodom bol znížený záujem bánk prispievať svojimi údajmi do výpočtu sadzby Eonia. Nižší počet vykazujúcich bánk zároveň znamená nižší objem evidovaných obchodov. Vplyvom týchto faktorov poklesol denný zobchodovaný objem sadzby Eonia za uplynulú dekádu z približne 40 mld. € na súčasných približne 5 mld. €. Obchody vstupujúce do výpočtu sadzby ESTER sú rádovo vyššie a aktuálne dosahujú sumy do 40 mld. €, pričom v porovnaní so sadzbou Eonia je vyšší i počet zúčastnených subjektov.

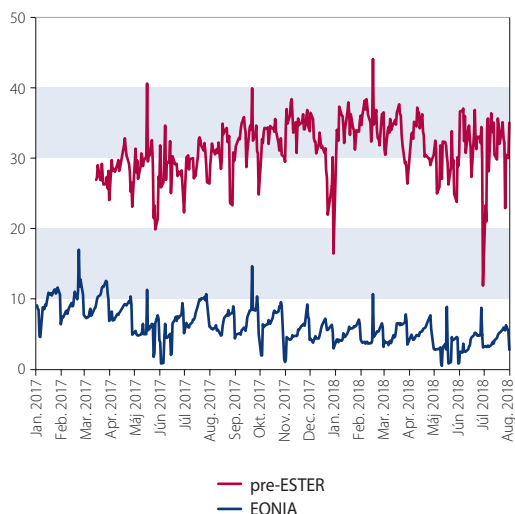
Úroková sadzba ESTER sa v porovnaní so sadzbou Eonia nachádza na nižších, no stabilnejších úrovniach. Dôvodom jej nižších úrovní je práve skutočnosť, že do jej výpočtu vstupujú údaje nielen z obchodov medzi bankami, ale aj s ďalšími finančnými inštitúciami, ktoré nemajú prístup k depozitným operáciám ECB. Zároveň vyšší objem obchodov spolu s odpočítaním 25 % obchodov s najnižšími a najvyššími sadzbami eliminuje významnejšiu volatilitu tejto sadzby v porovnaní so sadzbou Eonia, ktorá je stanovovaná ako vážený priemer.

## ODPORÚČANIE NA PRECHOD ZO SADZBY EONIA NA SADZBU ESTER

Okrem iniciatívy, pokiaľ ide o tvorbu novej úrokovej sadzby, sa ECB spolu s ďalšími európskymi inštitúciami<sup>5</sup> podieľala na vytvorení skupiny súk-



Graf 1 Zobchodované objemy vstupujúce do výpočtu úrokových sadzieb (v mld. EUR)



Zdroj: ECB a Bloomberg.

Graf 2 Úrokové sadzby nezabezpečeného peňažného trhu (v %)



Zdroj: ECB a Bloomberg.

romného sektora zameranej na identifikáciu európskej bezrizikovej úrokovej sadzby, tzv. *risk-free rate*, ktorá má slúžiť ako alternatíva pre súčasné benchmarky. Skupina pozostáva zo zástupcov 21 úverových inštitúcií a jej cieľom je zabezpečiť vytvorenie podmienok pre možnosť presunu trhových kontraktov na bezrizikovú úrokovú sadzbu, a to v záujme diverzifikácie trhového naviazania na referenčné sadzby. V septembri 2018 pracovná skupina odporučila úrokovú sadzbu ESTER ako bezrizikovú sadzbu eurozóny. Zároveň odporučila, aby sa trhové subjekty postupne začali pripravovať na úpravu svojich kontraktov na túto sadzbu, v záujme zabezpečenia kontinuity fungovania finančných trhov a minimalizácie ich narušenia po zániku existujúcich benchmarkov.

Skupina sa v súčasnosti zaoberá aj identifikáciou vytvorenia dlhodobějších referenčných sa-

dzieb. Z výsledkov testovania EMMI však vyplynulo, že súčasný peňažný trh nie je pre splatnosti dlhšie ako jeden deň dostatočne aktívny na to, aby bolo možné vytvoriť spoľahlivé dlhšie sadzby peňažného trhu vychádzajúce výlučne z uskutocnených transakcií. Angažovanosť centrálnych bánk pri tvorbe sadzieb s dlhšími splatnosťami je však problematická a ECB uprednostňuje, aby iniciatíva plne vychádzala zo súkromného sektora. Dôvody približuje člen Výkonnej rady ECB Benoît Cœuré, podľa ktorého centrálna banka nemôže mať dostatočný prehľad o prevažujúcich refinančných podmienkach na trhu (v porovnaní s úverovými inštitúciami) a zahrnutie subjektívneho úsudku centrálnej banky do tvorby dlhších splatností by mohlo ďalej vytvárať i konflikt záujmov, napr. vo forme indikácií želaného nastavenia menovej politiky.

### Porovnanie úrokových sadzieb

	Eonia®	ESTER
Poskytovateľ	súkromný sektor/EMMI	verejný sektor/ECB
Súlad s reguláciou	nie (aktuálne udelená výnimka)	áno
Základná definícia	O/N referenčná sadzba	krátkodobá úroková sadzba
Stanovovanie	vážený priemer uskutočnených transakcií poskytovania úverov (lending) na medzibankovom trhu	vážený priemer uskutočnených transakcií prijímania úverov (borrowing) na veľkoobchodnom peňažnom trhu, znížený o 25 %
Kontribútori	28 panelových bánk	MMSR aktuálne 52 vykazujúcich bánk
Publikácia	publikovaná v daný obchodný deň o 19.00 h	publikovaná nasledujúci deň po danom obchodnom dni do 9.00 h
Zánik/začatie	po uplynutí výnimky k 1. 1. 2020 bude jej použitie ako benchmarkovej sadzby zamedzené	začatie zverejňovania najneskôr od októbra 2019, zverejňovanie pre-ESTER od júna 2018

Zdroj: Vlastné spracovanie.