



Nástroje menovej politiky ECB a situácia na peňažnom trhu v roku 2018

Tomáš Boháček
Národná banka Slovenska

Globálna politická situácia a výzvy medzinárodného usporiadania obchodných vzťahov boli hlavnými faktormi vývoja finančných trhov v roku 2018. Politika hlavných centrálnych bánk sveta sa prispôbovala meniacemu sa vývoju podkladových fundamentálnych faktorov, čo sa prejavilo aj pokračujúcim nedostatkom významnejších investičných príležitostí a obchodnej aktivity na kapitálovom a peňažnom trhu. Znižujúci sa objem nákupov aktív ECB s následným ukončením ich aktívnej fázy bol najvýznamnejším faktorom spomalenia rastu prebytočnej likvidity v HMÚ, pričom jedným zo zásadných determinantov bol aj vývoj autonómnych faktorov. Predčasné splácanie dlhodobo poskytnutej likvidity ECB nespôsobil na trhu výraznejšie pohyby, pričom dominujúci zabezpečený medzibankový trh nevykazoval vyššie odchýlky od benchmarku depozitnej sadzby. V roku 2019 sa očakáva upresnenie miery akomodácie jednotlivých menových politík hlavných centrálnych bánk, pričom doposiaľ známe faktory poukazujú na opatrný prístup reštriktívnej politiky (Fed), resp. na oddialenie normalizácie menovej politiky (ECB).

GLOBÁLNY VÝVOJ

Vývoj na finančných trhoch v minulom roku ovplyvňoval politický vývoj vo viacerých krajinách sveta, pričom obdobie relatívne nižšej volatility cien finančných aktív z posledných rokov sa skončilo. Začiatkom roka sa zaznamenal nárast rizikovej averzie vyplývajúci z obáv o spomalenie čínskej ekonomiky a dopadu na globálny hospodársky rast, čo v závere roka potvrdili viaceré ekonomické údaje z USA, eurozóny i Japonska. V Európe predstavovali hlavný zdroj rizík prebiehajúce negociačné procesy súvisiace s vystúpením Spojeného kráľovstva z EÚ (brexit) a dlhé rokovania o podobe rozpočtu na rok 2019 medzi Európskou komisiou a viacerými členskými štátmi. Najnapätejší vývoj situácie bol v Taliansku, kde okrem rozpočtových procesov situáciu komplikovala i nová populistická vláda a jej snahy o reformovanie viacerých častí systému krajiny s dosahom na vývoj európskeho finančného trhu a funkčnosť eurozóny. Volatilitu na trhoch zvyšovali aj politicko-diplomatické spory v krajinách rozvíjajúcich sa trhov (Turecko), resp. obavy investorov o dopad rastúcich úrokových sadzieb centrálnej banky USA (Fed) na dlhový vývoj krajín (Argentína).

V rámci globálnych centrálnych bánk Fed celkovo štyrikrát zvýšil hlavnú úrokovú sadzbu do súčasného pásma 2,25 – 2,50 %. Výhľad pre menovú politiku Fedu sa v závere roka upresnil v prospech zmiernenia tempa zvyšovania úrokových sadzieb, po viacnásobných komentároch amerického prezidenta o negatívnych efektoch vyšších sadzieb na ekonomický rast. Bank of England v polovici roka pristúpila k zvýšeniu úrokovej sadzby o 25 bázických bodov na úroveň 0,75 %, pričom guvernér tejto banky za najväčšie riziko pre výhľad

menovej politiky považoval reálny stav ekonomiky po dohode o brexite, ktorej konkrétna podoba stále nebola známa. Bank of Japan udržiavala nastavenie úrokových sadzieb a programu kvantitatívneho a kvalitatívneho uvoľňovania bez zmeny, pričom v treťom štvrtroku pripustil jej guvernér akceptovanie negatívneho výnosu cieľenej desaťročnej krivky japonských dlhopisov. Po rozšírenom globálnom ekonomickom raste v roku 2017 nastalo minulý rok spomalenie ekonomickej expanzie, vzhľadom na prichádzajúce slabšie ekonomické údaje a klesajúce inflačné očakávania v HMÚ, USA, Japonsku i Číne, čo spôsobilo viditeľné posuny v očakávanej úprave menových politík uvedených krajín.

IMPLEMENTÁCIA MENOVOPOLITICKÝCH NÁSTROJOV ECB

Európska centrálna banka (ECB) v priebehu roku 2018 realizovala plánovanú zmenu v nastavení menovej politiky z roku 2017, vzhľadom na globálnu ekonomickú a politickú situáciu však postupne indikovala spomalenie ekonomickeho rastu, čo spôsobilo zmenu v očakávaní ďalšieho vývoja kľúčových menovopolitických nástrojov.

Rada guvernérov ECB ponechala v priebehu celého roka 2018 kľúčové úrokové sadzby bez zmeny: úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie na úrovni 0,00 %; úrokovú sadzbu pre jednoduché refinančné operácie na úrovni 0,25 % a úrokovou sadzbou pre jednoduché sterilizačné operácie na úrovni –0,40 %, čo predstavuje štvrtý rok platnosti zápornej úrokovej sadzby. V júni Rada guvernérov ECB spresnila signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky (forward guidance), keď indikovala ponechanie kľúčových



úrokových sadzieb na nezmenených úrovniach minimálne do leta 2019, v každom prípade však tak dlho, ako to bude potrebné na zabezpečenie udržateľného inflačného vývoja.

V dôsledku zverejnených zmiešaných ekonomických údajov eurozóny počas roka 2018 začali úrokové sadzby jednodňových úrokových swapov (OIS) vyjadrovať postupné posunutie očakávaní zvýšenia kľúčových sadzieb ECB. Ich zvýšenie Rada guvernérov ECB v závere roka posunula až na prvý štvrtrok 2020.

V súlade s rozhodnutím Rady guvernérov ECB z októbra 2017 sa uskutočnila aktívna fáza programu nákupu aktív (APP) v sume 30 mld. € do konca septembra 2018, pričom následne do konca roka rada znížila uvedený objem na polovicu. Po ukončení aktívnej fázy nákupov APP na konci roka 2018 pokračuje Eurosystem v reinvestičnej fáze splatnej istiny nakúpeného portfólia, ktorá podľa decembrového rozhodnutia Rady guvernérov ECB bude prebiehať priebežne pri všetkých štyroch typoch programov na základe kapitálového kľúča ECB. Reinvestičná fáza by mala presiahnuť dobu prvého zvýšenia kľúčových sadzieb, pričom Rada guvernérov ECB očakáva, že kľúčové sadzby zostanú na nezmenenej úrovni do leta 2019.

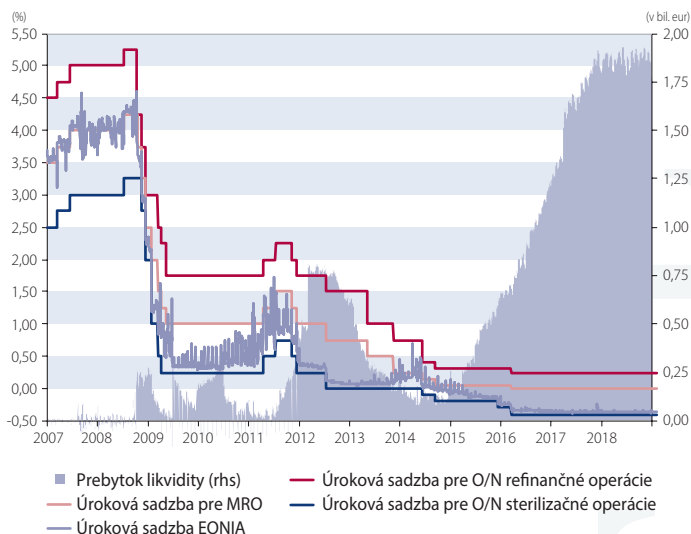
Celková suma poskytnutej likvidity na úrovni Eurosystemu pokračovala v náraste, pričom k záveru roka (koniec fázy aktívnych nákupov APP) dosiahla kumulatívna úroveň bilancie ECB hodnotu 4,669 bil. €. Najvýraznejší medziročný prírastok bol podporený predovšetkým prílevom likvidity aktívnej fázy programu nákupu aktív, ktorej kumulatívna výška dosiahla k ukončeniu čistých nákupov programu sumu 2,595 bil. €. Podiel refinančných operácií na celkovom náraste likvidity systému zostal marginálny. Ďalším faktorom vplyvu boli i transakcie investičných portfólií v rámci národných centrálnych bánk eurozóny.

Vplyv štandardných refinančných tendrov na likviditnú situáciu eurozóny bol v priebehu roka naďalej minimálny, keď banky čerpali veľmi nízke objemy v hlavných refinančných operáciách (MRO), ako aj v trojmesačných dlhodobějších refinančných operáciách (LTRO). Viditeľnejší nárast dopytu v uvedených operáciách spôsobili v závere kalendárneho roka sezónne úpravy bilancii bánk.

Posledný rok aktívnej fázy APP prebiehal podľa očakávaní nákupmi cenných papierov verejného sektora (dlhopisy emitované centrálnymi vládami, regionálnymi municipalitami, agentúrami a nadnárodnými inštitúciami) a súkromného sektora (kryté dlhopisy, cenné papiere kryté aktívami a podnikové cenné papiere). Jednotlivé jurisdikcie nakupovali mesačné množstvá cenných papierov s určitou odchýlkou od výpočtu založeného na kapitálovom kľúči ECB, a to najmä v dôsledku prevládajúcej významnosti reinvestícií splatných cenných papierov. V rámci aktuálne prebiehajúcej reinvestičnej fázy sa očakáva odstránenie uvedených nákupných odchýlok prostredníctvom rozloženej realizácie nákupov.

Likvidita, ktorú dodával Eurosystem, naďalej výrazne prevyšila skutočné potreby bankového

Graf 1 Vývoj úrokových sadzieb ECB, prebytku likvidity a trhovej sadzby EONIA



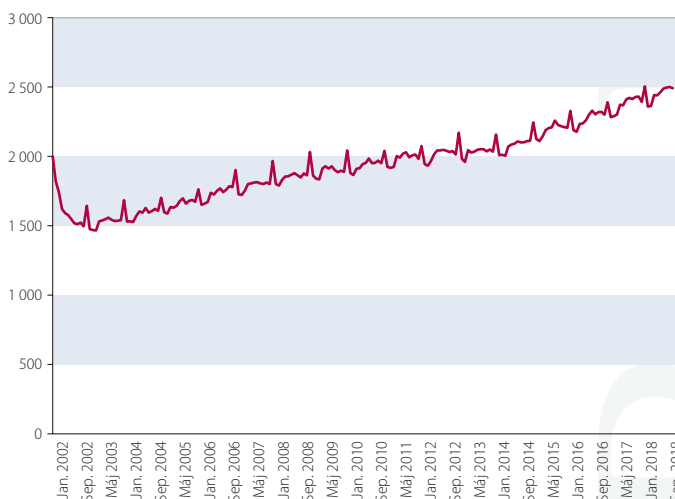
Zdroj: ECB, Bloomberg, vlastné spracovanie NBS.

sektora, keď agregatívny prebytok likvidity dosiahol v roku 2018 priemernú sumu 1,87 bil. €, čo je nárast oproti roku 2017 o 13 %, a to najmä v dôsledku vývoja autonómnych faktorov.

Vplyv autonómnych faktorov na vývoj likviditnej situácie

Dominujúcim faktorom likviditnej situácie Eurosystemu boli naďalej autonómne faktory. Výraznú volatilitu tak ako v predchádzajúcich rokoch vykazovali vládne vklady a v niektorých národných centrálnych bankách vrátane NBS bola ich predikcia náročná vzhľadom na nezáujem obchodných bánk prijímať tieto vklady. Priemerná denná úroveň vládnych vkladov v národných centrálnych bankách pokračovala v rastúcom trende zaznamenanom v posledných rokoch.

Graf 2 Vývoj celkového objemu obeživa eurozóny (v mld. EUR)



Zdroj: Eurostat.



1 Údaje vyplývajú z analýzy Deutsche Bundesbank.

2 TLTRO je skratka pre ciele dlhodobšie refinančné operácie. Prvá séria TLTRO bola oznámená v roku 2014. Druhá séria, nazývaná TLTRO-II, bola zavedená v marci 2016.

3 Rastúce trhové očakávania zavedenia nových, eventúálne permanentných cieľných dlhodobších operácií so splatnosťou dvoch rokov a variabilnou sadzbou naviazanou na sadzbu MRO.

4 Odhad trhových sadzieb reprezentovaných EONIA OIS trhom, ktorá v súčasnom interpretovaní analytikov implikuje zmenu depozitnej úrokovej sadzby ECB.

5 Údaje vyplývajúce zo správy Liquidity management network (LMN).

V národných centrálnych bankách sa podobne ako v predchádzajúcich rokoch líšila časová štruktúra vládnych vkladov a ovplyvňovali ich rozdiely v investičných politikách jednotlivých ministerstiev financií. Pravdepodobným faktorom nárastu vládnych vkladov bolo prostredie nižších sadzieb peňažného trhu a rastúca nadbytočná likvidita, čo malo za následok obmedzené investičné príležitosti pre národné ministerstvá.

Významným zdrojom nárastu autonómnych faktorov bol v roku 2018 dopyt po obežive. Najvyšší dopyt po bankovkách bol v Nemecku (56 % z celkového dopytu v Eurosysteme), čo je vo veľkej miere motivované zahraničným dopytom, keď je väčšina nemeckých emitovaných eurobankoviek v skutočnosti v obehu mimo teritoriálneho územia krajín eurozóny.¹ Na druhej strane čistá emisia bankoviek bola za posledné roky negatívna napríklad v Španielsku, Grécku a Portugalsku, čo spôsobili najmä faktory digitalizácie a bezhotovostného platobného styku v kombinácii s prínosom zvýšeného množstva hotovosti z dôvodu fluktuácií turistického ruchu. Zároveň sa zdá, že súčasné trhové prostredie s veľmi nízkymi alebo negatívnymi sadzbami nemá významný vplyv na mieru rastu bankoviek v obehu, pretože takmer žiadne obchodné banky neuplatňujú záporné sadzby na vklady klientov.

Vývoj prebytočnej likvidity Eurosystemu

Úroveň prebytočnej likvidity zostala v priebehu celého roka vo všeobecnosti stabilná, na priemernej úrovni 1,87 mld. €, s najvyššou úrovňou na začiatku júna (1,93 mld. €). V roku 2018 však bolo zaznamenané spomalenie rastu prebytočnej likvidity v celej eurozóne, čo bolo spôsobené predovšetkým znížením mesačného tempa nákupov čistých aktív podľa APP, ale aj splatnosťou operácie TLTRO-I a dobrovoľnými predčasnými splátkami prostriedkov z TLTRO-II.²

Domnievame sa, že vývoj prebytočnej likvidity Eurosystemu bude naďalej ovplyvnený najmä dobrovoľnými predčasnými splátkami v rámci operácií TLTRO-II; vývojom autonómnych faktorov a taktiež priebehom reinvestičnej fázy APP. Dobrovoľné predčasné splátky zdrojov vypožičaných v uvedenej dlhodobej refinančnej operácii, ktorá prebieha od júna 2018, sa uskutočnia vždy štvrtročne, konkrétny vplyv na vývoj likviditnej situácie však bude závisieť najmä od špecifických faktorov konkrétnych bankových sektorov a prístupu samotných bánk. Dôvodov pre nejednoznačné očakávania vývoja prebytku likvidity je viacero: regulačné dôvody (splatnosť TLTRO a ich vplyv na ukazovateľ čistého stabilného financovania (NSFR)); nahradenie štandardných zdrojov napr. prostredníctvom emisie krytých dlhopisov; resp. substitúcia splatných prameňov likvidity inými adekvátnymi zdrojmi v dispozícii Eurosystemu (závislé od prípadných nových operácií TLTRO³ a od rozhodnutí Rady guvernérov ECB o budúcnosti politiky plného pridelovania pevnou sadzbou FRFA – aktuálne očakávané do konca posledného obdobia povinných minimálnych rezerv v roku

2019). Pokiaľ pretrvávajú súčasné trhové podmienky a obmedzené investičné príležitosti na trhu, budú vládne vklady ako hlavný autonómny faktor pravdepodobne naďalej absorbovať voľnú likviditu. Podľa odhadu vývoja trhových podmienok na peňažnom trhu⁴ sa prvé zvýšenie úrokových sadzieb očakáva v druhom štvrtroku 2020, s následným postupným navýšením na nulovú úroveň k februáru 2022.

Operácie TLTRO-I a TLTRO-II

V septembri 2018 sa ukončila celková splatnosť operácií TLTRO-I a okrem toho pokračovali dobrovoľné predčasné splátky operácií TLTRO-II.1, TLTRO-II.2 a TLTRO-II.3. Zmluvné strany, ktoré sa podieľali na TLTRO-II, mali v júni, septembri a decembri 2018 možnosť dobrovoľných predčasných splátok z prostriedkov vypožičaných v TLTRO-II.1, 2 a 3. V deň prvého dobrovoľného splatenia v júni 2018 sa z TLTRO-II.1 splatilo z celkovej disponibilnej dlžnej sumy 396 mld. € iba 11 mld. € (3 %), zatiaľ čo v septembri to bolo 3,6 mld. € (1 %) z celkovej dlžnej sumy vo výške 430 mld. € v rámci TLTRO-II.1 a TLTRO-II.2.

V rámci dobrovoľného predčasného splatenia TLTRO-II.1 európsky bankový sektor splatil nižšiu ako odhadovanú sumu, konkrétne 11 mld. €, čo sú iba 3 % z celkového objemu 400 mld. €, najmä z dôvodu atraktívneho úročenia a dodatočnej kapitálovej rezervy, vzhľadom na prítomnosť zvýšených politických a ekonomických rizík, osobitne v Taliansku. Uskutočnené splatnosti nespôsobili výrazné zmeny úrokových sadzieb peňažného trhu, vzhľadom na nevýznamnosť ich vplyvu na likviditu bankového sektora. Ďalšie operácie dobrovoľného predčasného splatenia TLTRO-II sa uskutočnili v septembri a v decembri, keď európske banky predčasne splatili 12,5 mld. € (v septembri) a 3 mld. € (v decembri).

V decembri 2018 bolo z TLTRO-II.1, TLTRO-II.2 a TLTRO-II.3 splatených 3,1 mld. € (1 %) z celkovej sumy 489 mld. €, ktorá bola oprávnená na splatenie. Ďalšie finančné prostriedky vo výške 233 mld. € TLTRO-II.4 bude možné predčasne splatiť v marci 2019. Okrem toho osem operácií v sérii TLTRO-I sa splatilo 26. septembra 2018, čo viedlo k ďalšiemu poklesu likvidity o 9 mld. €, čím sa úplne ukončila prvá vlna dlhodobších neštandardných operácií. Celková suma splatená zo série TLTRO-II doteraz zodpovedá 17,7 mld. €, t. j. 2,4 % celkových pôžičiek TLTRO-II (740 mld. €).

Doterajšie nízke úrovne splátok možno vysvetliť predovšetkým atraktívnou cenou zdrojov. Podľa výpočtu ECB dosiahla priemerná sadzba v TLTRO-II pre celú eurozónu –37 bázických bodov,⁵ pričom väčšina zúčastnených zmluvných strán dosiahla najnižšiu možnú mieru TLTRO-II (–40 bázických bodov). Zdroje čerpané z TLTRO-II sú tak výrazne výhodnejšie ako alternatívne zabezpečené financovanie s podobnou splatnosťou. Obmedzené splácanie môže vysvetliť aj to, že zdroje TLTRO-II zostávajú atraktívne z hľadiska ukazovateľov NSFR, keďže ich splatnosť je dlhšia ako jeden rok. Zároveň to však znamená rastúcu tendenciu predčas-



ného splácania vzhľadom na preferencie bánk na postupné nahrádzanie úverov. Trhové očakávania ďalších prípadných operáciách TLTRO môžu mať vplyv aj na rozhodnutie zmluvných strán o splácaní. V ďalšom období bude dobrovoľná možnosť predčasných splátok každý štvrtok, kým operácie neexpirujú v období medzi júnom 2020 až marcom 2021.

Využitie menovopolitických nástrojov v domacom bankovom sektore

Domáci bankový sektor v prvých troch štvrtroch 2018 intenzívnejšie nevyužíval dispozíciu menovopolitického rámca, v závere roka však využívanie MRO vzrástlo.

V rámci dlhodobých refinančných operácií sa jediná banka realizovala v trojmesačnej LTRO, pričom tendra na predčasné splatenie zdrojov z TLTRO-I sa zúčastnila iná banka, ktorá plne splatila predtým prijaté zdroje ECB. V aktívnejšom využívaní depozitných operácií na uloženie prostriedkov voľnej likvidity niekoľko málo domácich bánk.

V roku 2019 bude Národná banka Slovenska pokračovať v reinvestovaní v objeme, ktorý sa odlišuje od objemu splatných dlhopisov, vzhľadom na princíp približovania sa ku kapitálovému kľúču ECB. Tieto úpravy odchýlok kapitálového kľúča sa realizujú v rámci celého Eurosystemu.

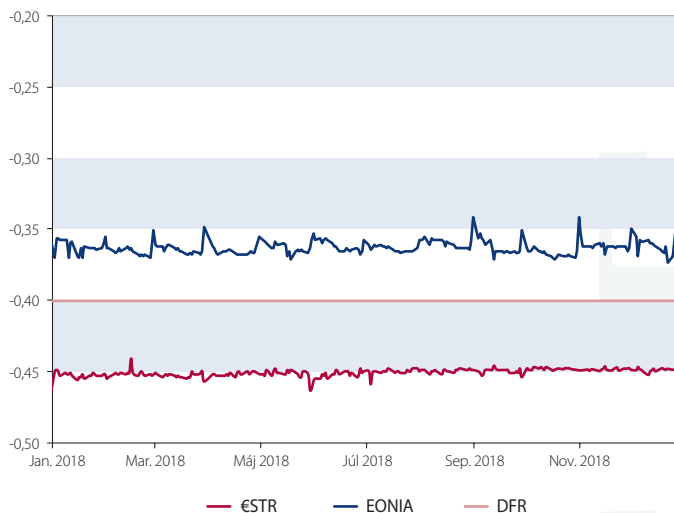
Peňažný trh EÚ

Aktivita peňažného trhu eurozóny sa v sledovanom období naďalej alokovala na zabezpečenom repo trhu. Nezabezpečený jednodňový peňažný trh eurozóny zostal v priebehu celého roka stabilný, keď sa hodnota sadzby EONIA pohybovala v tesnej blízkosti úrovne $-0,35\%$. Uskutočnené denné obchody za Eurosystem dosahovali strednú hodnotu 5 mld. €. Z predbežných interných simulácií ECB pri stanovovaní novej referenčnej sadzby €STR je viditeľná nižšia volatilita v porovnaní so sadzbou EONIA. Úroveň sadzby €STR sa pohybovala približne 5 bázických bodov pod depozitnou sadzbou ECB.

Vývoj zabezpečeného peňažného trhu eurozóny bol charakterizovaný osciláciou hlavného jednodňového indexu Stoxx GC Pooling v okolí úrovne $-0,397\%$, teda v tesnej blízkosti depozitnej sadzby ECB. Pokojnú situáciu spôsobilo i pokračujúce akceptovanie požičiavania cenných papierov nakúpených v rámci APP aj voči hotovosti. Výraznejšiu volatilitu index zaznamenal na prelome mesiacov október a november, keď vzrástla neistota súvisiaca s vývojom talianskeho rozpočtu a tiež spomaľujúce tendencie globálneho vývoja, ktoré pôsobili negatívne na očakávania zvyšovania sadzieb podľa trhu EONIA OIS.

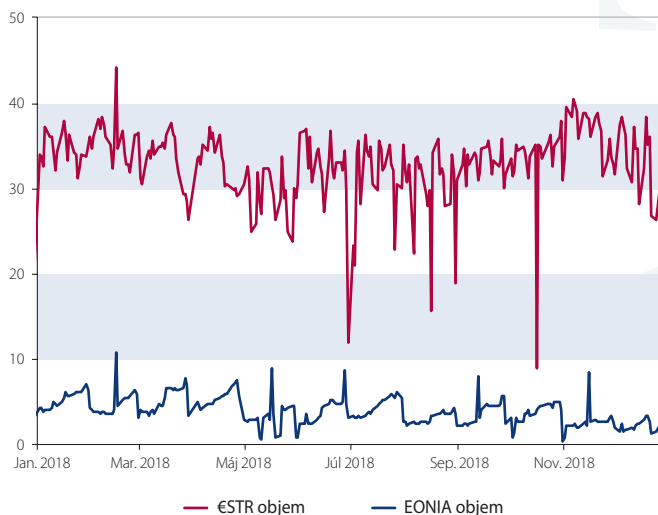
Zabezpečený trh bol naďalej najväčším segmentom peňažného trhu eurozóny, keď predstavoval dve tretiny celkového obratu peňažného trhu. Zmena, ktorá nastala v polovici roka 2016 v dôsledku prebiehajúceho programu APP a s ním súvisiaceho významného nárastu prebytku likvidity Eurosystemu, spôsobila, že repo trh v súčasnosti pôsobí skôr ako nástroj na zabezpe-

Graf 3 Úrokové sadzby nezabezpečeného peňažného trhu eurozóny



Zdroj: Bloomberg, údaje ECB.

Graf 4 Realizované objemy obchodov nezabezpečeného peňažného trhu eurozóny



Zdroj: Bloomberg, údaje ECB.

čenie dopytu a výmeny cenných papierov (resp. kolaterálov) ako bezprostredný zdroj financovania, čo potvrdzuje i vývoj cien repo trhu. V prípade viacerých cenných papierov sa zaznamenal významný nárast dopytu, pri ktorom zmluvné strany súhlasili s vyššou repo sadzbou, ako je úroková sadzba centrálnej banky. Tento nárast dopytu podnecujú rastúce regulačné požiadavky, ktoré vyvolávajú zvýšenú potrebu kolaterálu a dodatočné vyrovnanie pozícií centrálnych protistrán.

Peňažný trh SR

Obchodná aktivita na peňažnom trhu SR sa uskutočňovala prostredníctvom depozitných obchodov, ktoré dosiahli viac ako dve tretiny celkového podielu nástrojov, a to najmä na úkor poklesu devízových swapov, ktorých využívanie pokleslo o 10 percentuálnych bodov.



Využívanie repo obchodov na rozdiel od agregátneho trhu eurozóny bolo v domácom bankovom sektore naďalej takmer nulové. Obchodná aktivita sa naďalej koncentrovala v operáciách nepožadujúcich kolaterál voči poskytnutej likvidite, a to najmä vo forme depozitných obchodov vykonávaných síce najmä s nerezidentmi (88 %), ale vo vlastnej bankovej skupine, čo nevyžaduje dodatočne zaistovacie operácie (hedging) a s tým súvisiace dodatočné finančné náklady.

VPLYV PROGRAMU APP NA VÝNOSY VLÁDNYCH DLHOPISOV VYBRANÝCH KRAJÍN HMÚ

Výnosy štátnych dlhopisov krajín eurozóny vzrástli počas krízy štátneho dlhu v roku 2011, najmä v periférnych krajinách eurozóny, keď desaťročný výnos španielskych dlhopisov dosiahol 7,6 % a desaťročný výnos talianskych dlhopisov 6,5 %.

Najvyššie hodnoty a najvýraznejší rastúci trend sa zaznamenali v období leta 2012, kým prezident ECB neubezpečil trhy, že ECB urobí všetko („whatever it takes“) pre záchranu eura a menovej únie, následkom čoho začali trhy započítavať realizáciu mimoriadnych opatrení po vzore zahraničných centrálnych bánk.

ECB zároveň začala poskytovať dodatočnú likviditu prostredníctvom operácií veľmi dlhého refinancovania (VLTRO I a II), neskôr transformovaného do pravidelných dlhodobých tendrov (LTRO) a cieľných refinančných operácií (TLTRO) s rôznymi podmienkami a splatnosťou v závislosti od aktuálne cieľného zámeru výkonu menovej politiky. Od roku 2012 tak dosahovali výnosy dlhopisov krajín HMÚ stabilne nižšie úrovne, až kým sa plne neprejavili dopady gréckej krízy v lete 2015.

Postupný pokles objemu nákupov aktív v rámci APP mal vo všeobecnosti minimálny vplyv na výnosy vládných dlhopisov. Situáciu však negatívne ovplyvnili faktory prijímania rozpočtu v Taliansku a politický vývoj v Španielsku, čo čistú kvantifi-

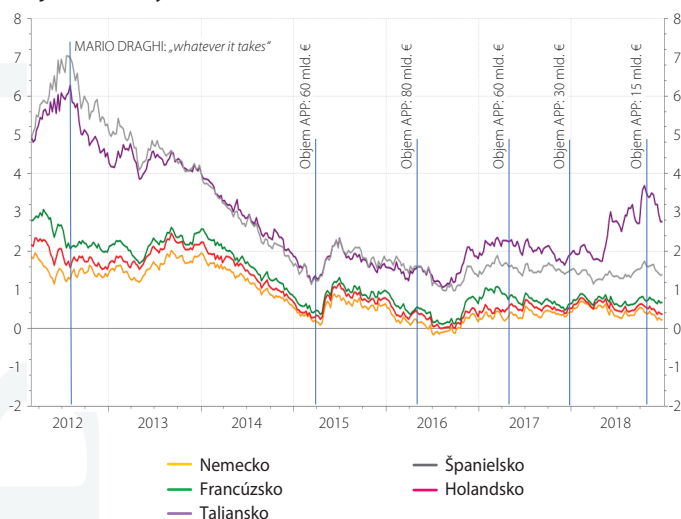
káciu zníženej nákupnej aktivity značne sťažovalo. Vo všeobecnosti je však zjavné, že výnosy dlhopisov periférnych krajín voči jadrú eurozóny majú značnú rizikovú prirážku, ktorá síce klesla z priemerných 2,2 % na menej ako polovicu, stále je však heterogénna. Situácia sa menila, keď sa prejavili problémy jednotlivých krajín a trh priebežne selektívne vyhodnocoval zvýšenú rizikovú averziu, pričom bezpečne vnímané aktíva zaznamenávali prirodzene inverzný vývoj. Túto situáciu tak možno hodnotiť ako dôkaz pretrvávajúcich štrukturálnych nerovnováh eurozóny, ktoré samostatný výkon menovej politiky nemôže odstrániť, môže len na prechodné obdobie zmierniť ich akútny prejav. Na problematickú situáciu pravidelne upozorňuje i Rada guvernérov ECB, pričom tlak na hlbšiu konvergenciu a fiškálnu integráciu vyhodnocujú i nezávislé trhové a vedecké výskumné inštitúcie, ktoré sa obávajú o efektivitu účinnosti nejednotnej reakcie na prípadnú krízu.

ZÁVER

Celková zmena likviditnej situácie v Eurosysteme bola v roku 2018 vo všeobecnosti nevýrazná. Poskytnutá likvidita na úrovni Eurosystemu pokračovala v náraste, pričom k záveru roka dosiahla kumulatívna úroveň bilancie ECB hodnotu 4,7 bil. €. V kontraste s vývojom v posledných rokoch, v ktorých došlo k postupnému nárastu prebytočnej likvidity Eurosystemu, sa vývoj v priebehu roku 2018 stabilizoval okolo úrovne 1,8 bil. €, pričom rozloženie jej prebytku v rámci jurisdikcií bolo naďalej vysoko koncentrované v užšom okruhu piatich krajín. Hlavnou príčinou spomalenia, resp. zastavenia rastu likvidity bolo zníženie veľkosti nákupov aktív ECB v rámci aktívnej operačnej fázy programu APP. Ďalším faktorom bolo dobrovoľné predčasné splácanie likviditných operácií TLTRO-II v júni a celkové splatenie operácií TLTRO-I v septembri 2018. Nemenej dôležitým aspektom bol vývoj autonómnych faktorov, a to najmä absorpcia nemenovopolitického dopytu a vývoj obeživa. Vládne depozity v Eurosysteme zaznamenali v posledných rokoch vzostupný trend, čo sprevádzala zvyšujúca sa volatilita, pričom na úrovni eurozóny je badateľná silná korelácia s domácou situáciou prebytočnej likvidity.

Obchody na medzibankovom trhu eurozóny sa naďalej realizovali na zabezpečenom repo trhu, pričom nezabezpečený jednodňový peňažný trh zostal v priebehu celého roka stabilný. Obchodná aktivita peňažného trhu SR sa naopak uskutočňovala prioritne prostredníctvom depozitných obchodov, ktoré dosiahli viac ako dve tretiny celkového podielu nástrojov, a to najmä na úkor poklesu devízových swapov. Vzhľadom na oznámenie nového kola cieľných dlhobehších refinančných operácií (TLTRO-III) zo strany ECB v marci tohto roku možno očakávať, že prebytočná úroveň likvidity v roku 2019 nepoklesne, ale naopak môže opätovne vykazať slabý nárast. Presnejší reálny dopad operácie na likviditnú situáciu Eurosystemu však bude známy až po zverejnení konkrétnych podmienok v polovici tohto roka.

Graf 5 Vývoj výnosov 10-ročných vládných dlhopisov vybraných krajín eurozóny (v %)



Zdroj: Údaje Refinitiv.