

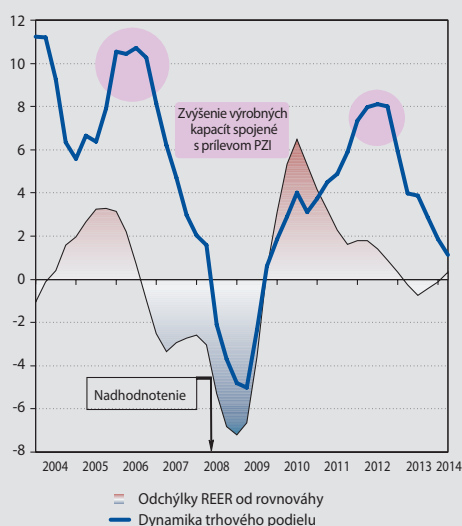
v porovnaní s predchádzajúcim rokom predstavuje nárast o 1 211 €.

NOMINÁLNY A REÁLNY EFEKTÍVNY VÝMENNÝ KURZ²

Index nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa v priemere za rok 2014 zhodnotil medziročne o 1,2 %, rovnako ako v predchádzajúcom roku. Najväčšou mierou prispela k posilneniu NEER apreciácia oproti českej korune vo výške 0,8 percentuálneho bodu, nakoľko ČNB využívala oslabenie kurzu blízko k úrovni 27 CZK/EUR ako ďalší nástroj na uvoľnenie menových podmienok. K zhodnoteniu NEER prispelo vo výške 0,6 percentuálneho bodu aj oslabenie ruského rubľa súvisiace s konfliktom vo východnej časti Ukrajiny. Apreciáciu NEER najviac tlmilo oslabenie oproti juhokórejskému wonu s príspevkom -0,3 percentuálneho bodu a libru šterlingov s príspevkom -0,2 percentuálneho bodu.

Index reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) na báze cien priemyselnej výroby sa aj napriek posilneniu NEER znehodnotil o 0,1 %, na rozdiel od posilnenia o 1,1 % v roku 2013. Príčinou bol záporný inflačný diferenciel oproti najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Najvýraznejší záporný inflačný diferenciel zaznamenalo Slovensko oproti Ruskej federácii (-7,3 percentuálneho bodu), Českej republike (-2,8 percentuálneho bodu), Spojeným štátom (-2,6 percentuálneho bodu) a Maďarsku (-2,3 percentuálneho bodu). Po zohľadnení váh jednotlivých obchodných partnerov najviac vplýval na deprecáciu REER záporný inflačný diferenciel oproti Českej republike a Nemecku s príspevkami zhodne po -0,4 percentuálneho bodu, ako aj Ruskej federácii s príspevkom -0,3 per-

Graf 11 Medziročné zmeny odchýlok REER (na báze indexu cien priemyselnej výroby) od rovnováhy a medziročný rast trhového podielu (centrované kľzavé priemery za 5 kvartálov, p. b. a %)



Zdroj: ECB, Eurostat a výpočty NBS.
Poznámka: PZI – priame zahraničné investície.

tuálneho bodu. Cenová konkurencieschopnosť domácich firiem mohla byť v roku 2014 naďalej podporovaná uvoľneným REER, nakoľko rýchlejší rovnovážny rast produktivity práce v porovnaní so zahraničím vytváral priestor pre udržateľné mierne zhodnocovanie reálneho kurzu. Trend narastajúceho uvoľňovania REER pozorovaný v predchádzajúcich rokoch sa však zastavil, podobne ako trend zlepšujúceho sa salda zahraničného obchodu SR. Takýto vývoj mohol byť jednou z príčin poklesu dynamiky podielu exportu Slovenska na svetovom obchode.

2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Európska centrálna banka prostredníctvom národných centrálnych bánk implementuje menovú politiku pomocou viacerých štandardných nástrojov menovej politiky – operácií na voľnom trhu, automatických operácií a povinných minimálnych rezerv. Operácie na voľnom trhu tvoria

hlavné refinančné operácie (MRO), dlhodobé refinančné operácie (LTRO), dolaďovacie operácie (FTO) a štrukturálne operácie. Automatické operácie zahŕňajú jednoduchové sterilizačné operácie (DF) a jednoduchové refinančné operácie (MLF).

Počas roka sa prehlbovala divergencia medzi menovými politikami významných svetových

² Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu je zverejnená na webovej stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER_REER_Metodika.pdf



centrálnych bánk. Zatiaľ čo Federálny rezervný systém USA ukončil kvantitatívne uvoľňovanie a indikoval blížiacu sa sprísňovanie menovej politiky, ECB v súvislosti s klesajúcimi cenami a neaplnenými výsledkami podpory ekonomického rastu avizovala zámer ďalšieho uvoľňovania menovej politiky.

ECB uskutočňovala operácie na voľnom trhu počas celého roka 2014 systémom plného pridelovania prostriedkov pri fixnej úrokovej sadzbe. Tento postup prolongovala na tak dlho, ako to bude potrebné, minimálne však do konca udržiavacieho obdobia pre povinné minimálne rezervy končiaceho sa v decembri 2016. Cieľom bolo, tak ako predchádzajúce roky, zabezpečiť stabilitu pre bankový sektor eurozóny, ktorý v prípade nevyhnutnej potreby získal požadované prostriedky prostredníctvom menovopolitických nástrojov ECB.

Júnové menovopolitické zasadnutie ECB prinieslo okrem zníženia kľúčových úrokových sadzieb rad ďalších opatrení. ECB pozastavila výkon 7-dňovej doladovacej sterilizačnej operácie, ktorou absorbovala prostriedky dodané prostredníctvom programu pre trhy s cennými papiermi (SMP – Securities Markets Programme). ECB na tomto zasadnutí tiež informovala o zámere realizovať nákupné programy. Okrem toho rozhodla ukončiť špeciálnu refinančnú operáciu so splatnosťou kryjúcou periódu plnenia povinných minimálnych rezerv (MP STRO).

ECB v rámci plnenia svojho mandátu, ktorým je udržiavať cenovú stabilitu, oznámila opatrenia na zlepšenie fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky prostredníctvom podpory poskytovania úverov reálnej ekonomike. ECB na júnovom zasadnutí rozhodla o začatí série cielených dlhodobějších refinančných operácií (targeted LTRO – TLTRO) určených na podporu poskytovania bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, okrem úverov poskytovaných domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie. Podstatou TLTRO bola priama väzba medzi získanými prostriedkami z týchto operácií a úverovou aktivitou bánk voči ich konečným užívateľom, úverovým dlžníkom.

Zmluvné strany boli v rámci prvých dvoch TLTRO oprávnené čerpať úverové prostriedky

(počiatočný limit) vo výške maximálne 7 % celkového objemu ich úverových pohľadávok voči nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, okrem úverov poskytovaných domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie, k 30. aprílu 2014. ECB dodala bankovému sektoru v prvých dvoch TLTRO zrealizovaných v septembri a decembri 212 mld. €. V priebehu rokov 2015 a 2016 si budú môcť komerčné banky požičať dodatočné prostriedky v rámci série šiestich dodatočných TLTRO. Tieto dodatočné prostriedky môžu spolu dosiahnuť maximálne trojnásobok čistého objemu úverov poskytnutých nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, okrem úverov poskytovaných domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie, v čase od 30. apríla 2014 do príslušného referenčného dátumu refinančnej operácie. O tieto zdroje je možné sa uchádzať buď individuálne, alebo v rámci skupiny.

Úroková sadzba TLTRO operácií bola stanovená ako pevná, pričom platná bola tá úroková sadzba hlavných refinančných operácií, ktorá bola aktuálna v čase realizovania TLTRO, zvýšená o 10 bázických bodov. Tie komerčné banky, ktoré nebudú poskytovať úvery do reálnej ekonomiky, budú musieť požičané zdroje z TLTRO vrátiť v roku 2016, dva roky pred riadnou splatnosťou.

V rámci tretieho kola programu nákupu krytých cenných papierov ECB rozhodla od októbra uskutočňovať po dobu dvoch rokov nákupy širšieho portfólia cenných papierov denominovaných v eurách (CBPP3 – Covered Bond Purchase Programme) a od novembra nákupy cenných papierov v rámci programu nákupu cenných papierov zabezpečených aktívami (ABSPP – Asset-backed Securities Purchase Programme). Na konci roka dosiahli nákupy v rámci týchto dvoch programov za eurozónu 31 mld. €, pričom sa uskutočňovali na primárnom aj sekundárnom trhu. Program ABSPP sa uskutočňoval prostredníctvom externých spoločností.

Cieľom nákupných programov a TLTRO bolo zlepšiť transmisný mechanizmus menovej politiky a uľahčiť prístup k čerpaniu úverov v eurozóne, pričom tieto opatrenia mali podľa ECB prispieť k nárastu bilancie Eurosystemu k hodnotám zo

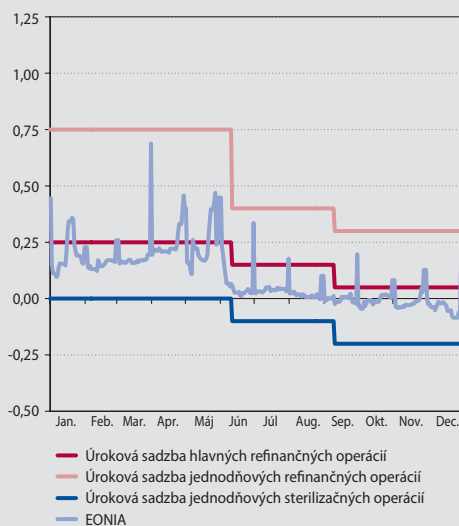
začiatku roka 2012 a navrátiť infláciu k úrovniam blízky inflačnému cieľu ECB.

Banky, ktoré sa zúčastnili na dvoch 3-ročných LTRO zrealizovaných v rokoch 2011 a 2012, pokračovali v postupnom predčasnom splácaní týchto zdrojov, pričom ku koncu roka splatili celkovo 79 % prostriedkov (celkový dopyt v oboch tendroch bol 1 bil. €). Riadna splatnosť operácií bola v prvom štvrtroku 2015.

Bankový sektor eurozóny minimalizoval svoju účasť v dolárovej refinančnej operácii vyhlásenej v roku 2008. ECB v spolupráci s Bank of England, Bank of Japan a Swiss National Bank rozhodla zrušiť dolárovú operáciu s 3-mesačnou splatnosťou. Rovnaká operácia so 7-dňovou splatnosťou sa vykonávala naďalej, pričom ECB indikovala pravidelné prehodnocovanie jej potreby.

ECB na situáciu v eurozóne spojenú s klesajúcimi cenami a slabým oživením ekonomík eurozóny reagovala v roku 2014 dvakrát znížením kľúčových úrokových sadzieb. O prvej zmene rozhodla na júnovom menovopolitickom zasadnutí, úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie znížila o 10 bázických bodov na 0,15 %, úrokovú sadzbu pre jednodňové refinančné operácie o 35 bázických bodov na 0,40 % a úrokovú sadzbu pre jednodňové

Graf 13 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a úrokovej sadzby EONIA (% p. a.)

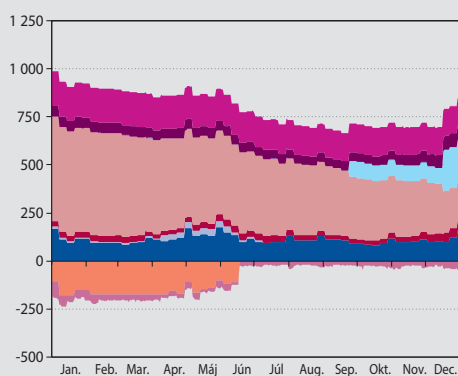


Zdroj: Bloomberg.

sterilizačné operácie o 10 bázických bodov na -0,10 %. ECB tak prvýkrát v histórii eurozóny rozhodla o úročení vkladov bánk v ECB zápornou úrokovou sadzbou. Na septembrovom zasadnutí ECB opäť uvoľnila menovú politiku znížením úrokových sadzieb o 10 bázických bodov na 0,05 % v prípade hlavnej refinančnej operácie, na 0,30 % pre jednodňovú refinančnú operáciu a na -0,20 % pre jednodňovú sterilizačnú operáciu.

Úrokové sadzby na peňažnom nezabezpečenom trhu eurozóny reagovali na rozhodnutie o znížení kľúčových úrokových sadzieb poklesom. Jednodňová úroková sadzba EONIA v auguste prvýkrát v histórii eurozóny klesla do záporného pásma, kde sa prevažne nachádzala až do konca roka. Na konci roka klesla na rekordné minimum -0,085 %. V zápornom pásme sa nachádzali tiež jednotýždňová a dvojtýždňová úroková sadzba EURIBOR. Priemerná veľkosť obchodov pri jednodňovej splatnosti oproti predchádzajúcemu roku klesla.

Graf 12 Vývoj menovopolitických operácií Eurosystému v roku 2014 (mld. EUR)



Zdroj: ECB.

2.2 VÝVOJ EURA

Na vývoj eura vplyvali viaceré faktory v eurozóne, ako aj faktory vývoja globálnej ekonomiky a smerovanie menových politík významných svetových bánk. Situáciu ovplyvňovali tak vývoj

Graf 14 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR v roku 2014

ekonomiky eurozóny, ako aj ceny ropy a rusko-ukrajinské napätie. Opatrenia ECB zverejnené v priebehu roka, zníženie úrokovej sadzby jednoduchovej sterilizačnej operácie do negatívneho pásma, deflačné tlaky v eurozóne, odhady spomaľovania ekonomického rastu eurozóny, očakávania o širšom kvantitatívnom uvoľňovaní v eurozóne, politické napätie v Grécku a geopolitické napätie spojené so situáciou na Ukrajine viedli k oslabovaniu kurzu eura voči americkému doláru. Prispeli k tomu tiež zlepšujúce sa výsledky na trhu práce v USA, odhady postupného zrýchľovania tempa rastu americkej ekonomiky a očakávané sprísnenie menovej politiky Fedu. Kurz eura oproti americkému doláru medziročne oslabil o 12 %, pričom klesol na 2,5-ročné minimum a rok uzatváral na 1,2141 USD/EUR.

3 VÝVOJ NA FINANČNOM TRHU

Pre stabilitu slovenského finančného sektora je dôležitý vývoj v externom prostredí. V priebehu roka 2014 zaznamenala ekonomika v eurozóne mierne zlepšenie, avšak s limitovaným vplyvom na riziká pre finančnú stabilitu. Situácia na trhu práce sa zlepšovala len mierne. Počas celého roka 2014 pretrvával v eurozóne dezinflačný trend. Tým bolo podmienené rozhodnutie ECB o začatí programu kvantitatívneho uvoľňovania, ktoré by malo spolu s nízkou cenou ropy a oslabením výmenného kurzu eura pozitívne vplývať na vývoj ekonomiky v nasledujúcom období. Významným rizikom naďalej ostáva prostredie slabého ekonomického rastu a nízkej inflácie, ktoré komplikuje situáciu vysoko zadlžených krajín. Pretrvávajúci fenomén „search for yield“ je druhým významným rizikom, a to hlavne z pohľadu dopadu na globálny finančný systém v prípade nárastu rizikových prémieí. Spúšťačom čoho môže byť vývoj na politickej scéne v jednotlivých členských krajinách, nárast geopolitického napätia alebo aj vývoj základných úrokových sadzieb v USA. Pozitívom je stabilný a pomerne dynamický vývoj slovenskej ekonomiky v roku 2014, ktorého zotrvanie bude ale podmienené stabilitou v eurozóne.

Uvedené riziká nepriaznivého vývoja v externom prostredí môžu ovplyvniť finančnú stabilitu slovenského finančného sektora. Z tohto pohľadu je pozitívom naďalej dobrá pozícia bankového sektora, ktorý je základným pilierom domáceho finančného sektora, z hľadiska jeho solventnosti, ziskovosti a dostupnosti zdrojov financovania. V týchto oblastiach vykazuje slovenský bankový sektor priaznivejšie výsledky ako väčšina bankových sektorov v EÚ. Zisk bankového sektora mierne prevýšil úroveň z roku 2013 a dosiahol 560 mil. €. Nepriaznivo na zisk vplýval výrazný pokles úrokových sadzieb, a to hlavne pri úveroch domácnostiam. Tento pokles bol však kompenzovaný rastom úverov a poklesom nákladovosti vkladov. Primeranosť vlastných zdrojov medziročne vzrástla len mierne, keď ku koncu roka dosiahla 17,3 %. Je však potrebné poznamenať, že stabilizácii hodnoty ukazovateľa kapitálovej primeranosti predchádzalo niekoľko rokov jej výrazného rastu, a to najmä v dôsledku nárastu podielu zisku vyplateného formou dividend.

V poskytovaní úverov domácimi bankami naďalej pretrvával rozdiel vo vývoji v sektore domácností a v sektore podnikov. Úverová aktivita v podni-