



## 2 MENOVÁ POLITIKA EUROSISTÉMU

### MENOVÁ POLITIKA VÝZNAMNE PODPORUJE STABILITU EUROSISTÉMU

Menová politika ECB, o ktorej rozhoduje Rada guvernérov ECB, sa implementuje decentralizovaným spôsobom prostredníctvom menovopolitického operačného rámca, ktorý je definovaný vo Všeobecnej dokumentácii menovopolitických nástrojov a postupov Eurosystému. Pred finančnou krízou sa využívali štandardné nástroje menovej politiky, ktorými sú *operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy*. Po vzniku finančnej krízy v roku 2007 a neskoršej ekonomickej kríze Rada guvernérov ECB rozhodla o využívaní širšej škály menovopolitických nástrojov, ktoré sú označované ako neštandardné, či nekonvenčné menovopolitické nástroje. Ich využívaním sa výrazne zmenil operačný rámec menovej politiky Eurosystému. ECB zmenila aj komunikačnú stratégiu signalizáciou budúceho nastavenia politiky úrokových sadzieb.

Osobitne pri riešení rizika deflácie musela ECB zohľadniť v menovopolitických rozhodnutiach nové transmisné kanály menovej politiky, keďže štandardný transmisný mechanizmus – riadenie krátkodobých úrokových sadzieb, prestal byť efektívny. Dôvodom bolo, že kľúčové úrokové sadzby ECB, ktoré dosiahli dovtedajšiu minimálnu úroveň, a dokonca boli znížené do záporných úrovní, sa spolu s neobmedzeným poskytovaním zdrojov prostredníctvom menovopolitických operácií nepreniesli do trhových úrokových sadzieb a do poskytovania úverov, čo dokumentovalo nefunkčnosť štandardného transmisného mechanizmu menovej politiky a potrebu nových menovopolitických nástrojov.

Podporu ekonomiky v prostredí bezprecedentne nízkych úrokových sadzieb prinieslo aj rozhodnutie ECB o cielených dlhodobějších likviditných operáciách (TLTRO), zavedenie programu nákupu aktív (APP) a otvorená komunikácia ECB o konkrétnom načasovaní budúcich postupov implementácie menovej politiky. Priamočiara komunikácia prispela ku stabilizácii trhových očakávaní o výške kľúčových úrokových sadzieb a prebytku likvidity, ktoré mali významný vplyv

na rast inflačných očakávaní, významných pre cenovú stabilitu.<sup>3</sup>

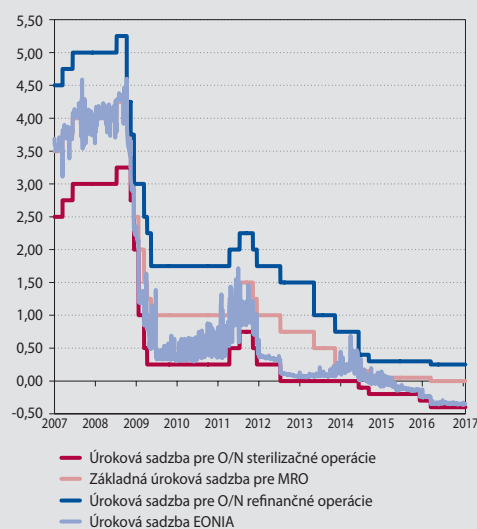
### MENOVOPOLITICKÉ ROZHODNUTIA V ROKU 2016

V roku 2016 došlo najmä vplyvom externých faktorov k oddialeniu návratu miery inflácie k primárnemu cieľu ECB, čo si vyžiadalo ďalšie menovopolitické zásahy. Na menovopolitickom zasadnutí v januári 2016 Rada guvernérov ECB opäť informovala, že kľúčové úrokové sadzby zotrávajú na stanovených alebo nižších úrovniach počas obdobia prekračujúceho obdobie nákupných programov.

Zásadné riziko opätovného poklesu inflácie do záporných hodnôt predstavovali externé faktory spolu so zhoršujúcimi sa podmienkami na európskom finančnom trhu. ECB v marci 2016 prehodnotila menovopolitický výhľad a predstavila niekoľko ďalších významných stimulov na podporu dosiahnutia cieľa cenovej stability, a to (i) znížila kľúčové úrokové sadzby na nové historické minimálne úrovne – úrokovú sadzbu pre jednoduchú sterilizačnú operáciu na mínus 0,40 %, úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie na 0,00 % a úrokovú sadzbu pre jednoduchú refinančnú operáciu na 0,25 %; (ii) zvýšila sumu programu mesačných nákupov aktív na 80 mld. € so začiatkom od apríla 2016 a zvýšila limit na emisiu a emitenta pre nákupy vybraných cenných papierov; (iii) predstavila nový program nákupu podnikových cenných papierov (CSPP) v rámci nákupného programu; (iv) oznámila novú sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií (TLTRO-II); (v) v zmysle otvorenej komunikácie potvrdila platnosť stanovených alebo nižších sadzieb na obdobie prekračujúce trvanie nákupných programov, pričom platnosť programu nákupu aktív bola určená do konca marca 2017 alebo, ak by to bolo nevyhnutné, dlhšie.

Novú sériu cielených dlhodobějších refinančných operácií TLTRO-II s ich aktívnym zameraním možno považovať za intervenciu centrálnej banky na podporu úverov pre reálnu ekonomiku. Každá zo štyroch ohlásených operácií má splatnosť 4 roky, pričom prvá operácia sa uskutočnila v júni 2016 a posledná v marci 2017. Bankám participujúcim

<sup>3</sup> Viac v článku *Identifikácia transmisných kanálov kvantitatívneho uvoľňovania a kvantifikácia jeho parametrov*, Biatec č. 2/2016.

**Graf 8 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a úrokovej sadzby EONIA (% p. a.)**


Zdroj: Bloomberg.

v TLTRO-I bolo zároveň umožnené predčasné splatenie, aby sa mohli s vyššou sumou zúčastniť v cenovo výhodnejšom, a tým aj motivujúcejšom TLTRO-II. Maximálna úroková sadzba pre tieto operácie je totožná s úrovňou kľúčovej sadzby ECB pre hlavnú refinančnú operáciu v dobe jej uskutočnenia. Celková úroková sadzba operácie sa však odvodzuje od sumy poskytnutých úverov z týchto zdrojov, a to až do úrovne úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie (v čase vyhlásenia tohto nástroja to bolo -0,40 %, čo predstavuje záporné úročenie).<sup>4</sup>

Rada guvernérov ECB na zasadnutí v decembri 2016 rozhodla o čiastočnej úprave menovopolitického nastavenia, a to (i) o pokračovaní nákupného programu do decembra 2017; avšak (ii) so znížením sumy mesačných nákupov od apríla 2017 do decembra 2017 na 60 mld. €; (iii) s úpravou parametrov nákupných programov platnou od januára 2017 znížením minimálnej splatnosti akceptovateľného cenného papiera na 1 rok a súčasne, ak bude nevyhnutné, povolením nákupov cenných papierov s výnosom nižším, ako je úroková sadzba pre jednoduchové sterilizačné operácie. ECB opäť zopakovala aj otvorenú komunikáciu o výške kľúčových úrokových sadzieb a oznámila, že v prípade, ak dôjde k zhoršeniu ekonomického výhľadu, môže parametre programu prehodnotiť.

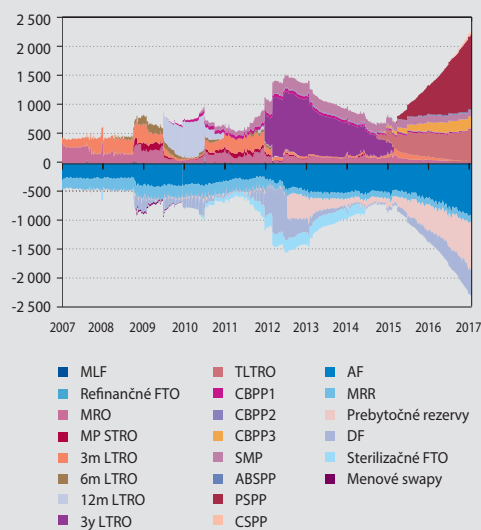
#### LIKVIDITA BANKOVÉHO SEKTORA ZÍSKANÁ Z MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ A NÁKUPNÝCH PROGRAMOV

Vplyvom nákupných programov v roku 2016 výrazne stúpila likviditná pozícia európskeho bankového sektora na historicky najvyššie úrovne (2,3 bil. €). Kvôli dominancii nákupných programov ECB klesol podiel hlavnej refinančnej operácie, ktorá v období pred krízou tvorila viac ako 70 % refinančnej pozície bánk, na minoritný podiel 2 %. Naopak, viditeľne sa zvýšilo využitie cielených dlhodobějších operácií s eventuálnymi výhodnými úrokovými podmienkami, a to na 25 % z likviditnej pozície bánk, resp. 94 % z operácií na voľnom trhu vykonávaných ECB. V roku 2016 sa uskutočnili 3 zo 4 ohlásených TLTRO-II operácií, pričom zvýšený záujem bánk o dlhodobější zdroje súvisel aj so zavádzanými regulačnými požiadavkami.

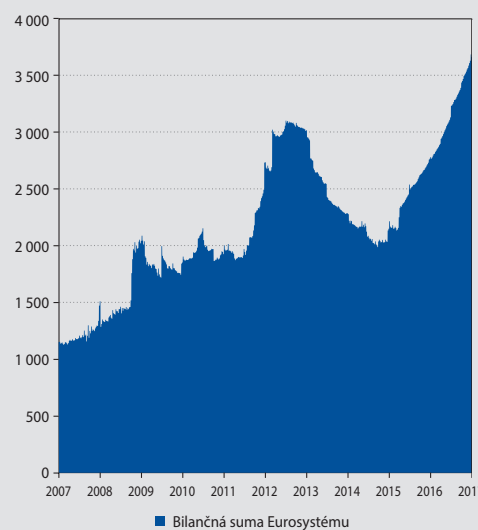
Značný prísun likvidity do bankového sektora bol vytvorený prostredníctvom rozsiahleho programu nákupu cenných papierov (APP) z marca 2015, ktorý zahŕňa nákupy širokého spektra cenných papierov verejného, ale aj súkromného sektora. Ide o štyri programy: program nákupu cenných papierov verejného sektora (PSPP), program nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP), tretí program nákupu krytých dlhopisov (CBPP 3) a program nákupu podnikových dlhopisov (CSPP). Flexibilita nákupov v rámci APP prispievala k splneniu stanovenej mesačnej sumy nákupov, t. j. 60 mld. € v období od marca 2015 do marca 2016 a 80 mld. € do konca marca 2017. Suma skutočne nakúpených cenných papierov v porovnaní s určenou sumou bola mierne nižšia v auguste a v decembri z dôvodov nižšej sezónnej trhovej likvidity, ktorá je charakteristická pre tieto mesiace. Najvyšší podiel na celkovom programe dosiahol PSPP. Do konca roka 2016 sa v jeho rámci nakúpili vládne cenné papiere za 1,1 bil. € z celkového objemu APP 1,5 bil. €.

Nadmerná likvidita, ktorou disponovali banky, mala vplyv na minimalizáciu aktivity na medzibankovom peňažnom trhu, keďže sa takmer výlučným sprostredkovateľom likvidity stala ECB. Časť prebytočných zdrojov obchodné banky umiestňovali do jednoduchových sterilizačných operácií, ktorých využitie stúplo v roku 2016 na priemerných 326 mld. €, čo je značný nárast

<sup>4</sup> Záporné úročenie pre refinančnú operáciu znamená, že ak si banka na rok požičia napr. 100 eur za úrokovú sadzbu -0,40 % p. a., v deň splatnosti operácie vráti menej, konkrétne 99,6 eur.

**Graf 9 Vývoj likviditnej pozície Eurosystemu (mld. EUR)**


Zdroj: ECB, Bloomberg, výpočty NBS.

**Graf 10 Bilančná suma Eurosystemu (mld. EUR)**


Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS.

oproti napr. 171 mil. € v roku 2006. Taktiež sa významne zvýšila suma autonómnych faktorov, na ktorých sa najväčšou časťou podieľajú zostatky vládneho sektora na účtoch v centrálnych bankách.

#### VPLYV MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ NA BILANCIU EUROSYSTEMU

Od vzniku krízy v roku 2007 ECB pristúpila k aktívnemu zvyšovaniu bilančnej sumy Eurosystemu a bilanciu začala používať ako podporný nástroj pri implementácii menovej politiky. Do bilancie Eurosystemu bolo zahrnuté vyššie vy-

užívanie jednotlivých nástrojov slúžiacich ako menovopolitické intervencie a rozšírenie položiek najmä na strane aktív. Kým do roku 2007 dosahovala bilančná suma Eurosystemu 1 bil. €, v roku 2016 sa už táto suma kvôli neštandardným menovopolitickým operáciám zvýšila na historicky najvyššiu úroveň 3,7 bil. €. Na celkovom zložení aktív sa menovopolitické nástroje podieľajú 60 %, zatiaľ čo suma ostatných aktív zostala relatívne nezmenená. Na strane pasív významne stúpol podiel držby prebytočných rezerv, a to o 1 bil. € a rezervy tvorili 35 % z celkových pasív.

## 3 VÝVOJ NA FINANČNOM TRHU<sup>5</sup>

Ekonomika eurozóny sa prezentovala relatívne dobrou odolnosťou, keď v priebehu druhej polovice roka 2016 mierne zrýchliła tempo svojho štvrtročného rastu, a to aj napriek výzvam, akými sú Brexit, stres v bankovom sektore alebo geopolitické udalosti. Hlavným faktorom rastu bola naďalej súkromná spotreba domácností. Na finančných trhoch sa striedali epizódy výrazne zvýšenej volatility a nervozity s obdobiami relatívneho pokoja. Finančné trhy však zagna-

menali od jesene určitý návrat optimizmu na pozadí zlepšenia makroekonomických podmienok, obratu v trende klesajúcej inflácie a očakávania prorastových politík v USA. V roku 2016 sa zintenzívnilo vnímanie rizík vo vzťahu k bankovému sektoru. Ďalšími rizikami pre finančnú stabilitu v eurozóne sú naďalej prudký nárast rizikovej averzie na finančných trhoch, obavy ohľadom udržateľnosti verejných financií, ako aj zvyšujúca sa významnosť tieňového bankov-

<sup>5</sup> V texte týkajúcom sa vývoja na finančnom trhu v roku 2016 boli použité predbežné údaje za finančný sektor k 31. 12. 2016, ak boli k dispozícii. V prípade poisťovní boli dostupné len staršie údaje, a to k 30. 9. 2016.