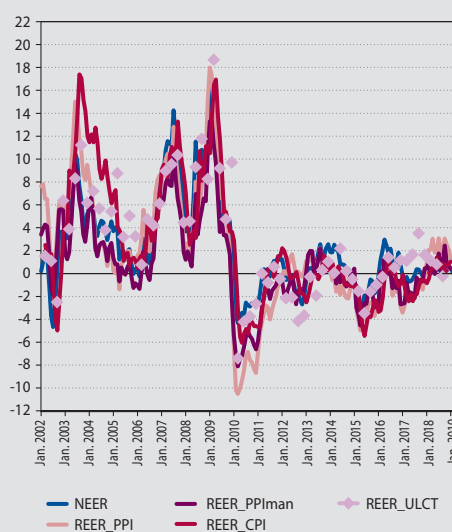


oproti Nemecku s príspevkom 0,3 percentuálneho bodu, Českej republike s príspevkom 0,2 percentuálneho bodu a Taliansku s príspevkom 0,1 percentuálneho bodu. Spoločný vplyv nominálnych výmenných kurzov a inflačných diferenciálov oproti jednotlivým obchodným partnerom zachytávajú bilaterálne reálne výmenné kurzy (RER). K apreciácii REER najviac prispeli RER oproti Nemecku (0,3 percentuálneho bodu), Číne, Kórejskej republike, Ruskej federácii, Spojeným štátom, Taliansku a Francúzsku (zhodne po 0,1 percentuálneho bodu). Zhodnotenie REER najviac tlmil RER oproti Českej republike s príspevkom -0,2 percentuálneho bodu. Pri pokračujúcej apreciácii odhadovanej rovnovážnej trajektórie REER, ktorá súvisí najmä s rýchlejším rovnovážnym rastom produktivity práce v porovnaní so zahraničím, pretrvávalo aj napriek zhodnoteniu indexu REER podhodnotenie reálneho efektívneho kurzu narastajúce miernejším tempom ako pred rokom. Podhodnotený REER aj naďalej podporoval cenovú konkurencieschopnosť domácich firiem a umožnil obnovenie rastu trhového podielu Slovenska meraného ako podiel vývozu SR na zahraničnom dopyte.

REER na báze jednotkových nákladov práce (ULC) sa v priemere za prvé tri kvartály roka 2018 zhodnotil medziročne o 0,6 %. K jeho posilne-

niu najviac prispeli RER oproti Spojeným štátom (0,3 percentuálneho bodu), Nemecku, Poľsku a Kórejskej republike (zhodne po 0,2 percentuálneho bodu). Apreciáciu REER na báze ULC najviac tlmil RER oproti Českej republike s príspevkom -0,9 percentuálneho bodu.

Graf 9 Vývoj indexov NEER a REER (15 obchodných partnerov, medziročná zmena v %)



Zdroj: Výpočty NBS.

Poznámka: + zhodnotenie, - znehodnotenie indexov.

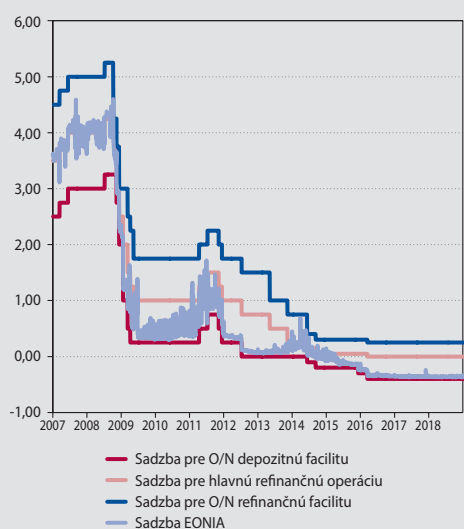
2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

V roku 2018 pokračovala ECB v implementácii akomodatívnej menovej politiky, ktorú začala uplatňovať v roku 2014. Ekonomický vývoj v eurozóne si za ostatnú dekádu vyžiadala zavedenie viacerých neštandardných menovopolitických nástrojov, ktoré prispeli k významnému zvýšeniu likviditnej pozície európskeho bankového sektora. Zároveň podporili zmeny použitých menových nástrojov poskytujúcich bankovému sektoru likviditu. Podpornú, avšak dôležitú funkciu pri napĺňaní menovej politiky zohrávala priama komunikácia (tzv. forward guidance) Rady guvernérov ECB o predpokladanom výhľade menovopolitických postupov.

Rada guvernérov ECB ponechala počas celého roka 2018 kľúčové úrokové sadzby nezmenené, s úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie na úrovni 0,00 %, úrokovou sadzbou pre jednoduchové refinančné operácie na 0,25 % a úrokovou sadzbou pre jednoduchové sterilizačné operácie v zápornom pásme -0,40 %. Na menovopolitickom zasadnutí v júni Rada guvernérov ECB spresnila priamu komunikáciu k vývoju kľúčových sadzieb. Určila 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. Spresnený výhľad kľúčových sadzieb ECB mal vplyv na zachovanie trhových úrokových sadzieb na nezmenených úrovniach

Graf 10 Vývoj kľúčových sadzieb ECB (%)



Zdroj: Bloomberg.

počas roka. Jednodňová úroková sadzba pre nezabezpečené depozitá sa nachádzala tesne nad úrovňou úrokovej sadzby pre jednodňovú depozitnú facilitu, ktorá bola aj v roku 2018 určujúcou pre výšku najkratších trhových sadzieb. Vplyvom nejednoznačných ekonomických údajov eurozóny počas roka OIS (Overnight Index Swap) úrokové sadzby vyjadrovali postupné oddiaľovanie zvýšenia kľúčových sadzieb ECB. V závere roka 2018 OIS sadzby nezapočítavali zvýšenie kľúčových sadzieb v roku 2019.

V rámci štandardných menovopolitických nástrojov ECB poskytla v roku 2018 likviditu v hlavných refinančných operáciách so splatnosťou jeden týždeň a v dlhodobějších refinančných operáciách so splatnosťou tri mesiace. Na celkovej refinančnej pozícii európskeho bankového sektora však predstavovali minimálny podiel, keďže majoritná časť likvidity sa poskytla prostredníctvom účelového Programu nákupu aktív. Program nákupu aktív zahŕňal tretí program nákupu krytých dlhopisov, program nákupu cenných papierov krytých aktívami, program nákupu cenných papierov verejného sektora a program nákupu cenných papierov podnikového sektora.

Mesačná suma nákupov v uvedených programoch sa na základe rozhodnutia Rady guvernérov ECB z októbra 2017 k januáru 2018 znížila zo 60 mld. € na 30 mld. €. Z hľadiska menovopoli-

tických postupov boli v roku 2018 zásadné dve zasadnutia rady – v júni a decembri.

Na zasadnutí v júni rada spresnila okrem výhľadu vývoja kľúčových úrokových sadzieb aj predstavu o čistých nákupoch. Zverejnila očakávanie pokračovať v čistých nákupoch v mesačných sumách 30 mld. € do konca septembra 2018 a po tomto období znížiť mesačnú sumu nákupov na 15 mld. € až do konca decembra 2018 s ich následným ukončením. Zároveň na zasadnutí rada oznámila úmysel pokračovať v reinvestovaní istiny zo splatených cenných papierov nakúpených v rámci nákupného programu aj po skončení čistého nákupu aktív. V septembri rada potvrdila zníženie sumy čistých mesačných nákupov na 15 mld. € počas 4. štvrtroku 2018. Na zasadnutí v decembri rada oznámila ďalšie spresnenie menovopolitického výhľadu – okrem potvrdenia ukončenia čistých mesačných nákupov od nasledujúceho roku sa zároveň vyjadrila k reinvestičnému procesu. Eurosystem bude pokračovať v reinvestovaní splatnej istiny nakúpených cenných papierov za obdobie presahujúce začiatok cyklu zvyšovania kľúčových úrokových sadzieb ECB. Európska centrálna banka tak plánuje postupovať dovedy, kým to bude nevyhnutné na zabezpečenie zámerov menovej politiky. Z komunikácie predstaviteľov ECB vyplynulo, že ukončenie čistých nákupov neznamená ukončenie expanzívneho cyklu menovej politiky. Akomodatívna menová politika má istý čas sprevádzať ekonomickú expanziu.

LIKVIDITA BANKOVÉHO SEKTORA ZÍSKANÁ Z MENOVPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ A NÁKUPNÝCH PROGRAMOV

Úroveň poskytnutej likvidity v roku 2018 pokračovala v náraste a dosiahla novú historickú hodnotu 3,4 bil. €. Dominantným zdrojom zvýšenia bol nákupný program aktív. Dynamika rastu likvidity sa však v dôsledku znížených mesačných nákupov cenných papierov spomalila. Na celkových zdrojoch poskytnutých bankovému sektoru eurozóny sa ku koncu roka so 78 % podieľali nákupné programy a s 21 % neštandardné dlhodobé refinančné operácie TLTRO II, ktoré Eurosystem uskutočnil v roku 2016 a 2017. Podiel hlavnej refinančnej operácie a 3-mesačnej operácie dosiahol aj v roku 2018 menej ako 1 %. Podľa vopred oznámeného harmonogramu sa od júna každý štvrtrok uskutočnila operácia dobrovoľného predčasného

splatenia TLTRO II. Banky eurozóny o predčasné splatenie týchto zdrojov prejavovali len nízky záujem, z celkovej disponibilnej sumy splatili v priebehu roka necelé 2 %. Okrem toho bola úplne splatená posledná časť poskytnutých zdrojov v rámci TLTRO I. Značný prebytok likvidity európske banky odčerpávali prostredníctvom jednodňovej deponitnej facility.

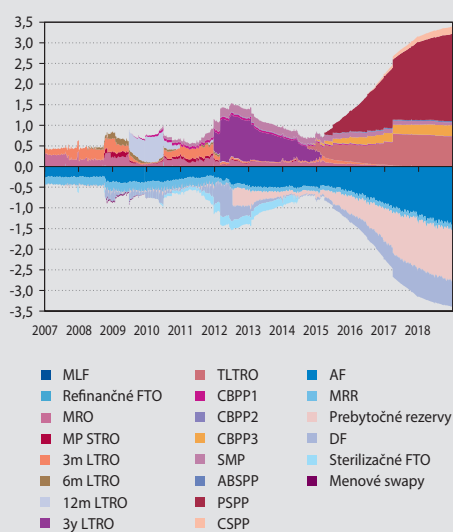
Program nákupu aktív dosiahol ku koncu roka sumu 2,6 bil. €. Národná banka Slovenska sa zúčastňovala na programe nákupu cenných papierov verejného sektora, ktorého predmetom je nákup vládnych cenných papierov vrátane ich substitútov, cenných papierov nadnárodných finančných spoločností a na programe

nákupu krytých dlhopisov. Ku koncu roka 2018 bola suma menovopolitického portfólia cenných papierov NBS v trhovej hodnote 21,8 mld. € a hodnota domácich vládnych dlhopisov v portfóliu Eurosystemu 12 mld. €.

VPLYV MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ NA BILANCIU EUROSYSTEMU

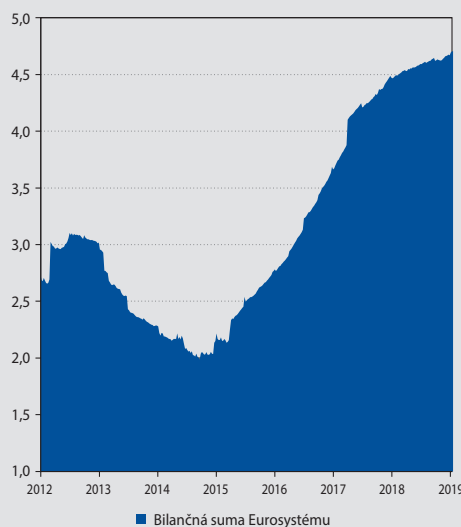
Na bilančnú sumu Eurosystemu malo v roku 2018 vplyv pomalšie tempo sumy mesačných nákupov v menovopolitických programoch, úplné splatenie TLTRO I, a zároveň predčasné splátky TLTRO II. Napriek tomu bilancia ECB dosiahla ku koncu roka novú historickú hodnotu 4,7 bil. €, čo je v porovnaní s koncom roka 2017 nárast o 0,2 bil. €. Menovopolitické aktíva tvorili 73 % z celkovej bilančnej sumy.

Graf 11 Vývoj likviditnej pozície Eurosystemu (bil. EUR)



Zdroj: ECB, vlastné spracovanie NBS.

Graf 12 Bilančná suma Eurosystemu (bil. EUR)



Zdroj: Bloomberg, vlastné spracovanie.

Box 1

KRÁTKODOBÁ ÚROKOVÁ SADZBA €STR

1. 1. 2018 vstúpilo do platnosti nariadenie Európskeho parlamentu a Rady (EÚ) 2016/1011 o indexoch používaných ako referenčné hodnoty, známe aj ako európska benchmarková regulácia (EU BMR), podľa ktorej majú administrátori benchmarkov zabezpečiť súlad existujúcich benchmarkov s EU BMR. Vzhľadom na to, že administrátor Eonia úrokovvej

sadzby – Európsky inštitút peňažných trhov (EMMI) – identifikoval rozpor medzi EU BMR a Eonia⁴ metodológiou aj Euribor metodológiou, bola na zosúladienie týchto referenčných úrokových sadzieb udelená výnimka vo forme odkladu naplňovania EU BMR (jej platnosť uplynie k 1. 1. 2020). EMMI po revízii metodológie stanovovania Eonia sadzby, ktorú

⁴ Eonia – úroková sadzba s o/n (jednodňovou) splatnosťou, Euribor – úrokové sadzby so splatnosťou od 1 týždňa po 12 mesiacov.

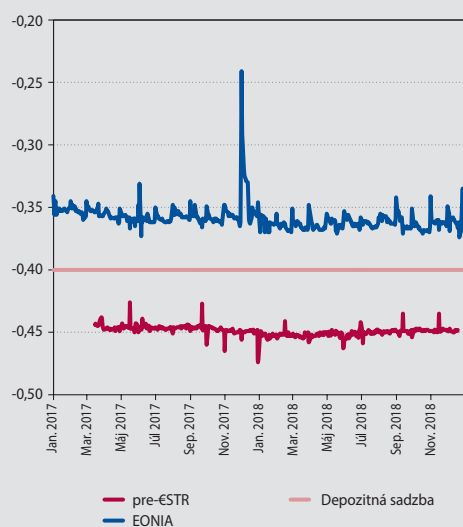
uskutočnila v roku 2018, oznámila, že pozastavuje jej revíziu a k 1. 1. 2020 Eonia nebude ďalej naplňovať požiadavky EU BMR. K tomuto dátumu uplynie možnosť využívania tejto úrokovej sadzby ako benchmarku v nových obchodných kontraktov v prípade, že nastane predĺženie výnimky. Výsledok revízie metodológie Euribor bude oznámený počas roka 2019.

ECB v tejto súvislosti počas roka 2018 pokračovala v intenzívnej príprave novej krátkodobej úrokovej sadzby nezabezpečených obchodov v eurách s názvom €STR (Euro short-term rate), ktorej denné zverejňovanie plánuje najneskôr do októbra 2019. Úroková sadzba €STR sa počíta z reálne uskutočnených nezabezpečených depozitných obchodov a vyjadruje náklady na požičanie si krátkodobých zdrojov na európskom peňažnom trhu. Do výpočtu sa zahrňujú všetky transakcie s jednodňovou splatnosťou, v ktorých vybrané banky (50 bánk v ECB databáze MMSR) čerpajú, resp. si požičiavajú zdroje od úverových a iných finančných inštitúcií. Sadzba sa vypočítava ako vážený priemer, pričom sa vylúči štvrtina obchodov s najvyš-

šími a štvrtina s najnižšími trhovými úrokovými sadzbami. Do výpočtu sadzby sa započítavajú aj obchody od iných ako bankových inštitúcií. Významným pozitívom sadzby je vyšší objem obchodov a väčší počet zúčastnených bánk v porovnaní s Eonia sadzbou. Nižšia váha jednotlivých obchodov, spolu s odpočítaním hraničných obchodov, spôsobujú v konečnom dôsledku nižšiu volatilitu €STR sadzby.

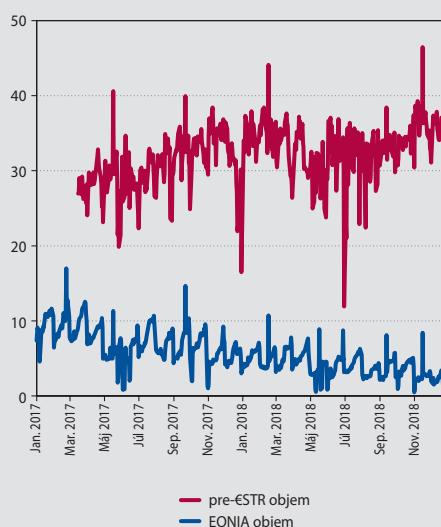
Zverejňovanie denných údajov novej úrokovej sadzby má byť najneskôr do 9.00 h SEČ nasledujúceho obchodného dňa TARGET2. ECB od júna 2018 zverejňuje tzv. pre-€STR údaje, ktoré majú trhovým účastníkom slúžiť ako predbežná informácia o výške pripravovanej novej úrokovej sadzby €STR. Pracovná skupina pre bezrizikové úrokové sadzby, v ktorej ECB plní úlohu technického koordinátora, sa podieľala na príprave odporúčaní pre európskych trhových účastníkov na prechod z Eonia sadzby na €STR sadzbu. Verejná konzultácia s odporúčaniami bola zverejnená koncom roka 2018 s niekoľkými alternatívami čo najplynulejšieho prechodu finančného sektora na novú úrokovú sadzbu.

Graf A Úrokové sadzby nezabezpečeného peňažného trhu (%)



Zdroj: ECB, Bloomberg.

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



Zdroj: ECB, Bloomberg.