



OPERÁCIE NBS NA MENOVÉ ÚČELY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV



3 OPERÁCIE NBS NA MENOVÉ ÚČELY, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV

3.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Rok 2008 bol pre NBS posledným rokom, v ktorom pokračovala v autonómnom výkone menovej politiky prostredníctvom nezmenených nástrojov. Základným parametrom menovej politiky v strednodobom časovom horizonte bolo stanovenie cieľovej hodnoty pre vývoj inflácie definované ako inflačné ciele v podmienkach ERM II. Hlavný nástroj NBS vo vzťahu k tomuto strednodobému cieľu predstavovali kľúčové úrokové sadzby, menovite limitná úroková sadzba pre dvojtýždňové repo tendre a úrokové sadzby pre jednodňové refinančné a sterilizačné obchody. Národná banka Slovenska uskutočňovala menovú politiku prostredníctvom základného rámca nástrojov, ktoré tvorili operácie s bankami a pobočkami zahraničných bánk. Konkrétne to boli obchody na voľnom trhu vrátane emisie krátkodobých cenných papierov a jednodňových operácií.

LIKVIDITA BANKOVÉHO SEKTORA

Bankový sektor disponoval výrazným prebytkom likvidity desiaty rok v poradí. Priemerná denná hodnota umiestnená bankami v sterilizačných operáciách v NBS v roku 2008 predstavovala 377,5 mld. Sk (12,5 mld. €), pričom v porovnaní s rokom 2007 stúpila o 17,2 mld. Sk (0,6 mld. €). V porovnaní so sterilizáciou 371,6 mld. Sk (12,3 mld. €) zo začiatku roka 2008 bol najvyšší sterilizovaný objem zaznamenaný v mesiaci november, a to v sume 386,7 mld. Sk (12,8 mld. €). Dôvodom navýšenia celkového objemu sterilizácie bolo najmä zníženie obeživa v súvislosti s plánovaným zavedením eura na Slovensku.

Hlavné operácie menovej politiky

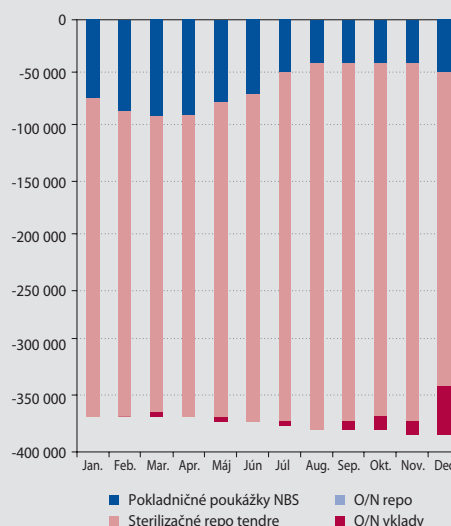
Majoritný podiel na operáciách na voľnom trhu naďalej tvorili štandardné sterilizačné repo tendre, ktoré sa vykonávali raz týždenne a ich dĺžka splatnosti bola dva týždne. Prostredníctvom tohto nástroja sa absorbovalo v priemere 81 % voľnej likvidity, pričom jeho najvyšší podiel bol zaznamenaný v auguste (88 %) a najnižší v marci

(74%). Počas roka sa uskutočnilo 54 sterilizačných repo tendrov a NBS vo všetkých prípadoch akceptovala celý dopyt. Dosiadnutá priemerná úroková sadzba sa vo všetkých prípadoch rovnala aktuálnej limitnej úrokovej sadzbe NBS pre dvojtýždňové repo tendre, keďže bankový sektor neočakával žiadne zmeny v nastavení menovej politiky. Až do októbra 2008 Banková rada NBS ponechala kľúčovú úrokovú sadzbu na dvojtýždňové repo tendre na nezmenenej úrovni 4,25 %. Na októbrom zasadení rozhodla o znížení o 0,5 percentuálneho bodu, pokračovala v novembri znížením o 0,5 percentuálneho bodu a v decembri znížením o 0,75 percentuálneho bodu. Týmto postupným uvoľňovaním menovej politiky sa dosiahlo zosúladenie kľúčovej sadzby NBS pre dvojtýždňové sterilizačné tendre na úroveň kľúčovej sadzby ECB pre jednotýždňové refinančné tendre.

Dlhodobejšie operácie menovej politiky

Aj v priebehu roka 2008 využívala NBS doplnkový menový nástroj, ktorým boli pravidelné auk-

Graf 31 Vývoj jednotlivých foriem obchodov na voľnom trhu (mesačné priemery, mil. Sk)



Zdroj: NBS.



cie pokladničných poukážok NBS (PP NBS). Celkovo sa uskutočnilo 13 aukcií. Prvých 10 aukcií malo štandardnú 84-dňovú splatnosť a splatnosť posledných 3 aukcií prispôsobila NBS potrebám trhu z dôvodu prechodu na euro. Splaťnosť poslednej aukcie PP NBS bola v druhej polovici januára 2009. Podiel prostriedkov absorbovaných prostredníctvom tohto trojmesačného nástroja dosahoval počas roka v priemere 17 %. Záujem o PP NBS však postupne klesal s rastom preferencie krátkodobejšej formy sterilizácie zo strany bánk s blížiacim sa koncom roka. V prvej polovici roka 2008 tvoril ich podiel na sterilizačnej pozícii okolo 20 %, pričom koncom roka už NBS absorbovala prostredníctvom tohto nástroja len 11 %, keďže banky si presúvali prostriedky z PP NBS do dvojtýždňových repo tendrov a jednodňových vkladov.

Automatické menové operácie

Na dorovnanie svojej aktuálnej likviditnej pozície využívali banky automatické jednodňové operácie, ktoré sa uskutočňovali vo forme úložiek v NBS pri prebytku peňažných prostriedkov, resp. v podobe repo obchodov v prípade ich nedostatku. Obidve formy sa uskutočňovali štandardne s jednodňovou splatnosťou. K intenzívnejšiemu využívaniu týchto operácií dochádzalo predovšetkým ku koncu mesiaca, osobitne v posledný deň. Vzhľadom na skutočnosť, že sa bankový sektor systémovo nachádzal v prebytku likvidity a výkon menovej politiky mal sterilizačný charakter, tento prevládal aj pri automatických operáciách, hoci banky využili aj čerpanie jednodňového úveru. Počas roka sa jednodňové vklady na sterilizačnej pozícii podieľali približne 1 %. V decembri stúpol ich podiel na 11 % odrážajúc záujem bánk o operácie s čo najkratšou splatnosťou v súvislosti s blížiacim sa zavedením eura. Na zabezpečenie plynulosti platobného styku banky využívali čerpanie vnútrodeného úveru, ktorý však nemal žiadne menové efekty.

Povinné minimálne rezervy

NBS uplatňuje systém povinných minimálnych rezerv (PMR) voči bankám, pobočkám zahraničných bánk, stavebným sporiteľniam a inštitúciám elektronických peňazí. V roku 2008 podliehalo systému povinných minimálnych rezerv 26 finančných inštitúcií, pričom jedna z nich začala plniť PMR až v priebehu roka 2008. Sadzba na tvorbu PMR bola vo výške 2% zo základne na tvorbu PMR. Základňu tvorili primárne vklady

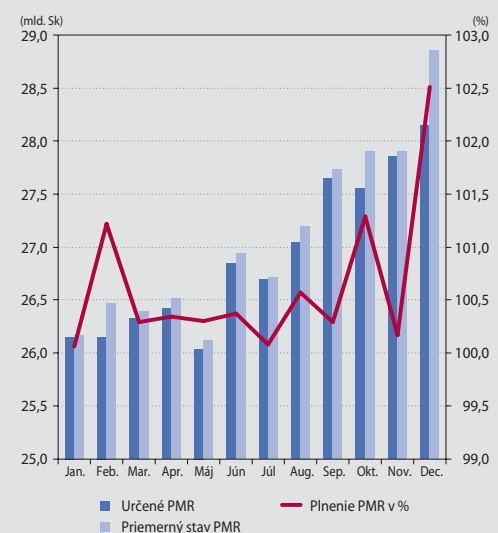
a emitované dlhové cenné papiere finančných inštitúcií bez ohľadu na dobu splatnosti, okrem hypotekárnych záložných listov. Oproti roku 2007 vzrástla základňa na tvorbu PMR o 7,65 %. V dôsledku toho hodnota určených PMR vzrástla z 26,1 mld. Sk (866,36 mil. €) v januári na 28,2 mld. Sk (936,07 mil. €) v decembri 2008.

Tým, že NBS uplatňuje tento priamy menový nástroj, ovplyvňuje likviditu celého bankového sektora a zároveň udržiava minimálnu likviditu finančných inštitúcií patriacich do systému PMR s ohľadom na potreby bezhotovostného platobného styku.

Do konca roka 2008 uplatňovala NBS vlastný systém tvorby a dodržiavania PMR, ktorý sa v niektorých detailoch líšil od toho, ktorý je uplatňovaný v Eurosysteme. V roku 2008 NBS pripravila aj nové pravidlá tvorby PMR tak, aby po vstupe Slovenska do eurozóny boli harmonizované s pravidlami platnými v Eurosysteme. V druhej polovici roka 2008 NBS oboznámila všetky finančné inštitúcie pôsobiace v SR a podliehajúce tvorbe PMR s novými pravidlami, podľa ktorých začali postupovať od 1. januára 2009, tzn. už v prebiehajúcej decembrovo-januárovej perióde Eurosystemu.

Zmeny sa dotkli hlavne časovej štruktúry základne na tvorbu PMR, ktorú tvoria len primárne

Graf 32 Plnenie povinných minimálnych rezerv v roku 2008



Zdroj: NBS.



vklady a emitované dlhové cenné papiere finančných inštitúcií s dobou splatnosti do dvoch rokov vrátane zníženia o jednorazovú hodnotu 100 tis. €, čím hodnota určených PMR klesla o 18,8% oproti hodnote určovanej v roku 2008. Zmeny sa týkali dĺžky periód na dodržanie určených PMR, ktorá je vopred daná určeným kalendárom a výšky úrokovej sadzby na ich úročenie.

RIADENIE RIZÍK

Systém riadenia rizík, ktorý NBS zaviedla v roku 2005, sa uplatňoval i v priebehu roka 2008. Zahŕňal hodnotenie zmluvných strán NBS pre operácie menovej politiky a výber, hodnotenie a oceňovanie aktív pre operácie menovej politiky vrátane uplatňovania oceňovacej zrážky. V roku 2008 NBS akceptovala v operáciách menovej politiky ako kolaterál alebo ako predmet priamych obchodov všetky štátne cenné papiere (ŠD a ŠPP) a krátkodobé cenné papiere emitované NBS (PP NBS). Vzhľadom na prevažujúcu nadbytočnú likviditu v bankovom sektore boli používané najmä PP NBS. V novembri 2008 NBS, vzhľadom na možný vplyv finančnej krízy na riadenie likvidity bankového sektora, rozhodla o použití hypotekárnych záložných listov ako ďalšieho druhu akceptovateľných aktív na zabezpečenie prípadných refinančných operácií s NBS.

V priebehu druhého polroka 2008 sa NBS v súvislosti s plánovaným vstupom SR do eurozóny intenzívne pripravovala na uplatňovanie princípov určených na kontrolu rizika, ktoré sú harmonizované v podmienkach Eurosystemu. Tieto princípy sú odlišné od tých, ktoré NBS uplatňovala do konca roka 2008. Napríklad štruktúra dlhových aktív akceptovateľných v operáciách menovej politiky Eurosystemu je výrazne širšia. Okrem dlhových aktív evidovaných a obchodovaných v SR

môžu byť zmluvnými stranami používané aj dlhové aktíva z ostatných krajín eurozóny vrátane vybraných dlhových aktív z krajín G10, ktorých akceptovateľnosť bola potvrdená zverejnením na internetovej stránke ECB. Z hľadiska druhov sa akceptovateľnými môžu stať napríklad neštátne bankové i nebankové dlhové aktíva a tiež aktíva vo forme úverových pohľadávok bánk voči nefinančným inštitúciám.

NBS v priebehu roka 2008 usporiadala niekoľko pracovných rokovaní s bankami, na ktorých boli prezentované a diskutované pravidlá a postupy platné pri vykonávaní menovej politiky Eurosystemu v podmienkach SR. Na konci decembra 2008 NBS vykonala hodnotenie akceptovateľnosti aktív evidovaných a obchodovaných v SR, ktoré sa od 1. januára 2009 stali súčasťou databázy akceptovateľných aktív Eurosystemu. Zároveň NBS pripravila postupy na ich denný monitoring a pravidelnú aktualizáciu v súčinnosti s ECB.

NBS vykonávala do konca roka 2008 prevažne teoretické oceňovanie akceptovateľných aktív, a to na základe benchmarkovej krivky NBS a referenčných úrokových sadzieb BRIBOR. Trhové ceny používala v prípadoch obchodovania daných aktív na Burze cenných papierov v Bratislave. Aktuálne ceny denne zverejňovala v obchodno-informačnom systéme Reuters. Vstupom SR do eurozóny sa aj tento mechanizmus čiastočne zmenil. Bude potrebné dosiahnuť jednotnú trhovú alebo teoretickú cenu pre každé individuálne aktívum používané v menových operáciách Eurosystemu.

NBS v priebehu roka 2008 dokončovala implementáciu nového integrovaného informačného

Tabuľka 21 Štruktúra akceptovateľných aktív SR k 31. decembru 2008

| Dlhové aktíva | Počet emisií | Hodnota emisií v mld. Sk | Hodnota emisií v mld. EUR |
|--|--------------|--------------------------|---------------------------|
| Štátne dlhopisy | 20 | 373,6 | 12,4 |
| Štátne pokladničné poukážky | 1 | 45,2 | 1,5 |
| Hypotekárne záložné listy | 83 | 51,2 | 1,7 |
| Neštátne dlhopisy | 10 | 6,0 | 0,2 |
| Pokladničné poukážky NBS ¹⁾ | 2 | 54,2 | 1,8 |
| Spolu | 116 | 530,2 | 17,6 |

Zdroj: NBS.

¹⁾ Len do 20.1.2009.

Poznámka: Podľa metodiky Eurosystemu.



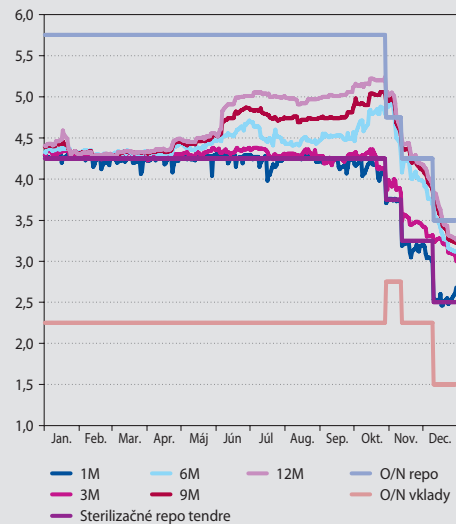
systému pre celú oblasť postupov Eurosystemu na vykonávanie operácií menovej politiky a na správu devízových rezerv. Súčasťou informačného systému je aj automatizovaná komunikácia s takými externými systémami, ako sú Burza cenných papierov v Bratislave, Centrálny depozitár cenných papierov SR, platobný systém TARGET2-SK, ECB alebo iné NCB eurozóny a, samozrejme, komunikácia so zmluvnými stranami NBS a Eurosystemu využívajúc formu swiftových správ.

Vývoj na slovenskom peňažnom trhu

Úrokové sadzby domáceho peňažného trhu boli počas roka 2008 najmä pod vplyvom sadzieb v eurozóne. Počas prvých piatich mesiacov roku 2008 bol ich vývoj relatívne stabilný. V júni 2008 boli sadzby depozitov na domacom trhu ovplyvnené rozhodnutím ECB o zvýšení kľúčových sadzieb, čo sa prejavilo ich nárastom z úrovni približne 4,35% na 4,75%. V nasledujúcom štvrtroku boli domáce sadzby bez podstatných zmien. Od začiatku októbra sa na výraznom poklese trhových sadzieb v eurozóne podpísali zníženia kľúčových úrokových sadzieb ECB. Vývoj sadzieb v eurozóne a následné zníženia kľúčových sadzieb NBS možno považovať za podstatný faktor výrazného poklesu domácich trhových sadzieb z úrovni približne 4,85% až pod 3,00%, pričom tieto sadzby zotrvali nad úrovňou eurozóny až do konca roka 2008.

Očakávaná ako hlavný determinant vývoja dlhodobých úrokových sadzieb domáceho peňažného trhu sa vytvárali a boli ovplyvňované najmä aktuálnym a očakávaným ekonomickým vývojom, procesom plnenia konvergenčných kritérií na prijatie jednotnej meny a následným stanovením konverzného kurzu slovenskej koruny voči euru, nevynímajúc pritom pôsobenie NBS. Najcitlivejší indikátor zmien úrokových sadzieb – devízový trh, resp. kurz slovenskej koruny, nezabezpečoval sprostredkovaciu funkciu počas roka 2008 v takej miere ako v predchádzajúcich rokoch. Výrazné posilňovanie slovenskej koruny až do stanovenia nového pásma ERM II ku koncu mája 2008 sa neprejavilo na zmene, tzn. poklese dlhších domácich sadzieb. Tieto úrokové sadzby boli počas tohto obdobia najmä pod vplyvom vývoja sadzieb s príslušnými splatnosťami v eurozóne. V období po stanovení konverzného kurzu slovenskej koruny voči euru bol zaznamenaný stabilný vývoj devízového kurzu slovenskej koruny oproti euru, ktorý bol do určitej miery limito-

Graf 33 Vývoj úrokových sadzieb BRIBOR v roku 2008 (% p. a.)



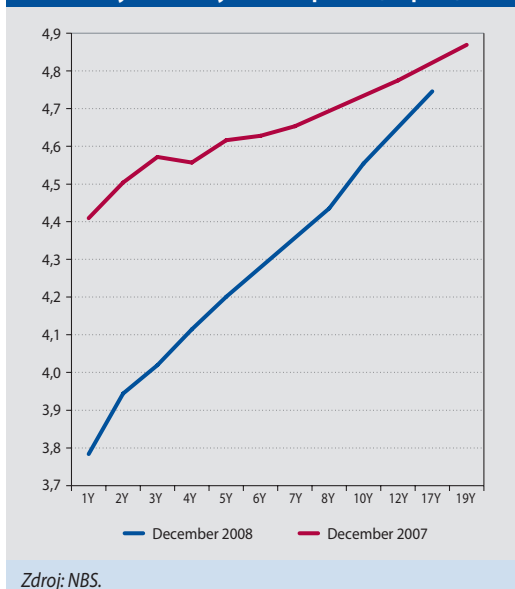
Zdroj: NBS.

vaný konverzným kurzom a úrokovým diferenciálom medzi domácimi sadzbami a sadzbami v eurozóne. Následný rast sadzieb, najmä v treťom štvrtroku, predstavoval úpravu domácich sadzieb na úroveň eurozóny ako proces postupnej konvergenencie v oblasti úrokových sadzieb.

BENCHMARKOVÁ VÝNOSOVÁ KRIVKA DLHOPISOV

NBS štruktúru benchmarkového portfólia priebežne sledovala a v spolupráci s bankami ju aktualizovala. Posledná aktualizácia benchmarkového portfólia cenných papierov v roku 2008 sa uskutočnila v septembri. Ku koncu roka 2008 sa v portfóliu nachádzali dlhopisy so splatnosťou od 1 do 5 rokov a tiež 8-, 10- a 17-ročné dlhopisy. Ceny sa tvorili denným spracovaním kotácií siedmich bánk aktívnych na trhu a zverejňovali na stránkach systému Reuters. Obdobne ako banky aj NBS využíva indikatívne ceny benchmarkovej krivky pri teoretickom oceňovaní finančných aktív.

Benchmarková krivka štátnych dlhopisov mala počas celého roka stúpajúci tvar. Počiatočný pokles výnosovej krivky bol korigovaný následnými nárastmi až do konca prvého polroka 2008. V ostatnom období výnosová krivka zaznamenávala zostupnú tendenciu, ktorá bola ovplyvnená najmä niekoľkonásobným znížením kľúčových sadzieb NBS. Za ostatné faktory, ktoré sa podpísali na poklese domácej výnosovej krivky, mož-

Graf 34 Benchmarková výnosová krivka slovenských štátnych dlhopisov (% p. a.)


no považovať pokles výnosovej krivky v eurozóne a zvýšený záujem účastníkov trhu investovať prebytok zdrojov navýšených prostredníctvom hotovostných vkladov domáceho obyvateľstva v súvislosti s prechodom na euro. Tento posledný faktor sa najvýraznejšie prejavil na stláčaní výnosov krátko- a dlhodobých štátnych dlhopisov smerom nadol. V predchádzajúcom období sa vývoj slovenskej koruny voči euru do určitej miery premietol do vývoja výnosov štátnych dlhopisov na sekundárnom trhu. V roku 2008 však posilňovanie slovenskej koruny voči euru nemalo vplyv na pokles výnosov štátnych dlhopisov v takej miere, aká bola zaznamenaná v predchádzajúcom období.

3.2 DEVÍZOVÉ OPERÁCIE

Operácie na devízovom trhu

Kurz slovenskej koruny voči euru sa v priebehu roka 2008 zhodnotil o 10,4 % (z 33,603 SKK/EUR na 30,126 SKK/EUR). Priemerná úroveň výmenného kurzu bola 31,291 SKK/EUR, čo znamená zmenu oproti roku 2007 o 7,4 %. Kurz slovenskej koruny voči americkému doláru sa posilnil o 6,5 % (z 22,870 SKK/USD na 21,385 SKK/USD). Priemerná úroveň výmenného kurzu predstavovala hodnotu 21,346 SKK/USD (posilnenie oproti roku 2007 o 13,6 %). Oproti českej koruně sa slovenská koruna posilnila o 10,4 %.

V úvode roka sa slovenská koruna obchodovala na úrovni 33,600 SKK/EUR. Veľmi dobré makroekonomické ukazovatele (napr. HDP za 4. Q 2007 bol 14,3 %, 1. Q 2008 8,7 %) spolu s pozitívnymi vyjadreniami predstaviteľov európskych štruktúr začali vplývať aj na výmenný kurz slovenskej koruny a tá pokračovala v posilňovaní. Podobný vývoj na trhoch okolitých štátov (hlavne ostatných štátov V4) a špekulácie trhu o možnej revalvácii centrálnej parity dostali ku koncu apríla výmenný kurz slovenskej koruny voči euru na úroveň 32,500 SKK/EUR. Po dosiahnutí tejto úrovne špekulácie na ďalšie posilňovanie slovenskej koruny zosilneli, k čomu prispievali aj vyjadrenia slovenských predstaviteľov, keď opakovaně uviedli, že si želajú čo najsilnejší konverzný kurz. Výmenný kurz výrazne posilňoval v máji s približovaním sa k dolnej hranici pásma ERM II (30,126 SKK/EUR). Po dohode ministrov financií krajín eurozóny, prezidenta ECB a ministrov financií a guvernérov centrálnych bánk Dánska, Estónska, Litvy, Lotyšska a Slovenska centrálna parita slovenskej koruny v ERM II revalvovala o 17,6472 %, s účinnosťou od 29. mája 2008. Koruna sa v daný deň posilnila na historické maximum 30,080 SKK/EUR, no trh prijal informáciu o zmene parity tak, že konverzný kurz sa nebude výrazne odlišovať od novej centrálnej parity, čo zdôraznili aj viacerí politickí predstavitelia.

Po zafixovaní konverzného kurzu nastal aj útlm obchodovania na pohotovostnom devízovom trhu. Výrazne sa znížil vplyv špekulatívnych obchodov, keďže volatilita slovenskej koruny sa znížila a kurz slovenskej koruny sa odvodzoval najmä od úrokových sadzieb na slovenskom a európskom peňažnom trhu. V prípade výraznejších odchýlok by totiž nastávala možnosť bezrizikovej arbitráže. Kurz koruny sa pohyboval v úzkom pásme do polovice októbra, no potom sa koruna oslabilila k úrovni 30,800 SKK/EUR. Bolo to spôsobené hlavne motiváciou nakupovať eurá aj pri prípadnej strate z titulu blížiacej sa konvergenencie. Táto motivácia vychádzala z potreby zahraničných bánk mať okamžitý prístup k eurovej likvidite. Takisto slovenské banky mali v dôsledku vyčerpaných liniek znížený záujem o predaj eur. Kurz na úrovni 30,800 SKK/EUR bol však už dostatočným motívom, aby banky využili arbitrážnu príležitosť a začali opäť nakupovať koruny. V novembri a decembri sa kurz koruny oproti euru už pohyboval v pásme, kde bola príležitosť na arbitráž nízka a s pribúdajú-

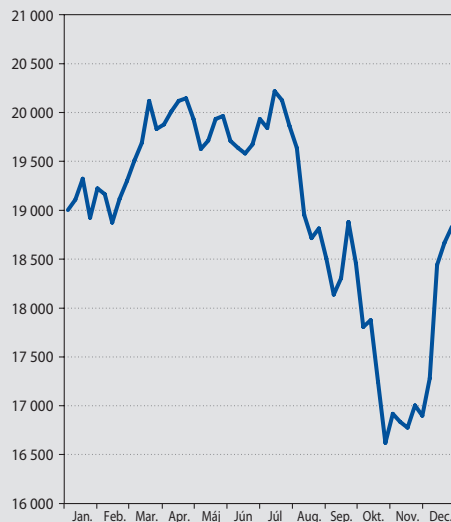


Graf 35 Vývoj kurzu slovenskej koruny voči euru a americkému doláru v roku 2008



Zdroj: NBS.

Graf 36 Devízové rezervy NBS (mil. USD)



Zdroj: NBS.

cím časom sa približoval ku konverznému kurzu 30,1260 SKK/EUR.

INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV

Podobne ako v predchádzajúcich rokoch, aj v roku 2008 NBS pokračovala v uplatňovaní pravidiel schválených v investičnej stratégii NBS pri správe devízových rezerv z roku 2004. V priebehu roka bola v súvislosti s prechodom na euro schválená nová investičná stratégia, podľa ktorej sa do konca roka odpredávala dolárová časť devízových rezerv. Keďže počas roka 2008 NBS neuskutočnila žiadnu devízovú intervenciu, na celkovú výšku devízových rezerv mal hlavný vplyv vývoj výmen-

ného kurzu slovenskej koruny voči euru. Hodnota devízových aktív sa v zodpovedajúcich výmenných kurzoch a v trhovách cenách mierne zvýšila z hodnoty 18,9 mld. USD na konci roka 2007 na hodnotu 18,8 mld. USD na konci roka 2008. Výšku devízových aktív vyjadrených v amerických dolároch ovplyvnil hlavne výmenný kurz eura voči doláru a takisto aj efektívnosť zhodnocovania devízových rezerv. Efektívnosť zhodnocovania devízových rezerv bola za eurové investičné portfólio 7,1% a za dolárové investičné portfólio 5%. Celkový výnos z devízových rezerv na základe merania výkonnosti jednotlivých portfólií dosiahol v roku 2008 približnú hodnotu 30,4 mld. Sk (1,0 mld. €).