



ničnej zadlženosti SR k vytvorenému HDP v bežných cenách v roku 2017 dosiahol podľa predbežných údajov 110,8 %, čo oproti roku 2016 predstavuje nárast o 19,9 percentuálneho bodu. Podiel celkového krátkodobého zahraničného dlhu na celkovom hrubom zahraničnom dlhu SR ku koncu roka 2017 predstavoval 48,8 %, čo predstavuje medziročný nárast o 10,0 percentuálnych bodov. Zadlženosť na obyvateľa dosiahla koncom roka 2017 výšku 15 613 €, čo v porovnaní s predchádzajúcim rokom znamená nárast o 683 €.

NOMINÁLNY A REÁLNY EFEKTÍVNY VÝMENNÝ KURZ³

Index nominálneho efektívneho výmenného kurzu (NEER) sa v priemere za rok 2017 znehodnotil medziročne o 0,2 % na rozdiel od posilnenia o 1,5 % v predchádzajúcom roku. Najväčšou mierou prispela k oslabeniu NEER depreciačia oproti českej korune vo výške 0,3 percentuálneho bodu súvisiaca s obnovením apreciačného trendu českej meny po ukončení kurzového záväzku Českej národnej banky 6. 4. 2017, ktorý slúžil ako nástroj dodatočného uvoľnenia menovej politiky. K znehodnoteniu NEER prispelo aj oslabenie oproti poľskému zlotému a ruskému rubľu zhodne vo výške 0,2 percentuálneho bodu. Depreciaciu NEER najviac tlmilo s rovnakými príspevkami po 0,3 percentuálneho bodu

posilnenie oproti čínskemu jüanu a libre šterlingov. Tá sa oslabila v súvislosti s pretrvávajúcou zvýšenou neistotou vyplývajúcou z procesu vystúpenia Spojeného kráľovstva z Európskej únie.

Medziročné znehodnocovanie indexu reálneho efektívneho výmenného kurzu (REER) na báze cien priemyselnej výroby sa v priemere za rok 2017 zrýchlilo o 0,8 percentuálneho bodu v porovnaní s predchádzajúcim rokom a dosiahlo hodnotu 1,4 %. Príčinou výraznejšieho oslabenia indexu REER v porovnaní s indexom NEER bol záporný inflačný diferencál oproti najvýznamnejším obchodným partnerom Slovenska. Po zohľadnení váh jednotlivých obchodných partnerov najviac vplýval na depreciaciu REER záporný inflačný diferencál oproti Číne s príspevkom -0,3 percentuálneho bodu, Maďarsku a Poľsku s príspevkami zhodne po -0,2 percentuálneho bodu. Znehodnotenie indexu REER viedlo pri pokračujúcej apreciacii jeho odhadovanej rovnovážnej trajektórie, ktorá súvisí najmä s rýchlejšim rovnovážnym rastom produktivity práce v porovnaní so zahraničím, k nárastu miery uvoľnenia reálneho efektívneho kurzu. Viac podhodnotený REER ďalej podporoval cenovú konkurencieschopnosť domácich firiem.

2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

PRETRVÁVAJÚCA POTREBA VYSOKEJ MIERY EXPAZÍVNEJ MENOVEJ POLITIKY

ECB pokračovala v roku 2017 v expanzívnom cykle menovej politiky, ktorý sa začal v roku 2014. Využívala pritom rámec menovopolitického pôsobenia cez nákup vybraných aktív, ako aj úrokové sadzby, kde bola osobitne významná záporná jednodňová depozitná úroková sadzba, s cieľom stimulovať rast inflácie k strednodobému cieľu ECB.

Rada guvernérov ECB ponechala počas celého roka 2017 kľúčové úrokové sadzby nezmene-

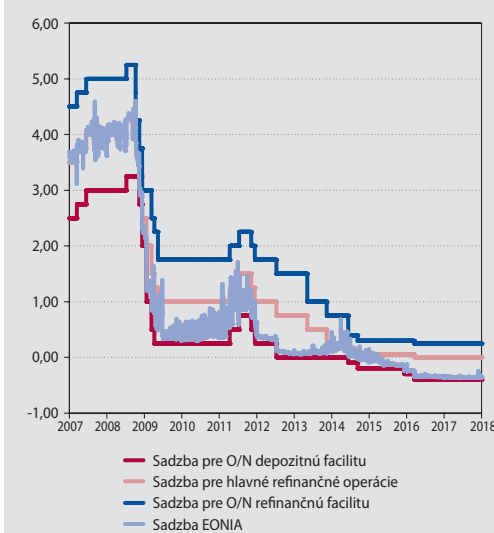
né, s úrokovou sadzbou pre hlavné refinančné operácie na úrovni 0,00 %, úrokovou sadzbou pre jednodňové refinančné operácie na 0,25 % a úrokovou sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie v zápornom pásme -0,40 %. Vzhľadom na vysoký prebytok likvidity, ktorý je dôsledkom najmä nákupných programov Eurosystemu a neštandardných dlhodobých refinančných operácií, sa krátkodobé úrokové sadzby peňažného trhu nachádzali tesne nad úrokovou sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie. Úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie bola tak aj v roku 2017 určujúcou pre výšku najkratších trhových úrokových sadzieb.

³ Metodika výpočtu efektívneho výmenného kurzu je zverejnená na webovej stránke NBS: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Statistika/VybrMakroUkaz/EER/NEER_REER_Metodika.pdf.

Európska centrálna banka pokračovala v implementácii menovej politiky najmä prostredníctvom nadštandardných menovopolitických nástrojov, ktoré dopĺňali neštandardné operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy. Operácie na voľnom trhu tvoria hlavné refinančné operácie, dlhodobejšie refinančné operácie, dolaďovacie operácie a štrukturálne operácie. Automatické operácie zahŕňajú jednodňové sterilizačné operácie a jednodňové refinančné operácie. Rada guvernérov ECB, reagujúc na nežiadúco nízku mieru inflácie, ešte v roku 2014 rozšírila túto škálu nástrojov o Program nákupu aktív. Program nákupu aktív zahŕňa tretí program nákupu krytých dlhopisov, program nákupu cenných papierov krytých aktívami, v roku 2015 rozšírený o program nákupu cenných papierov verejného sektora a v roku 2016 o program nákupu cenných papierov podnikového sektora. Tieto nákupné programy spolu s dodatočnou dlhodobou refinančnou operáciou TLTRO II minimalizovali podiel štandardnej hlavnej refinančnej operácie. Implementácia menovej politiky prostredníctvom štandardných menovopolitických nástrojov tak bola takmer úplne nahradená neštandardnými menovopolitickými nástrojmi.

Významnú úlohu v implementácii menovej politiky má aj komunikačná stratégia Rady guvernérov ECB, ktorou sa indikuje načasovanie ďalších menovopolitických postupov, ako očakávanie vývoja kľúčových sadzieb ECB a samotných nákupných programov. Anticipácia menovopolitického vývoja znižuje neistotu trhových účastníkov, čím zvyšuje efektívnosť vlastnej menovej politiky.

Na základe rozhodnutia Rady guvernérov ECB z decembra 2016 pokračoval Eurosystem v prvom štvrtroku 2017 v čistých nákupoch cenných papierov v mesačnej kumulatívnej sume 80 mld. €. Od apríla 2017 bola mesačná suma čistých nákupov znížená na 60 mld. € s účinnosťou do decembra 2017. Vzhľadom na zabezpečenie plynulej implementácie programu boli následne do programu v roku 2017 zahrnuté aj dlhopisy so splatnosťou nad jeden rok (predtým nad dva roky) a taktiež, v nevyhnutnom rozsahu, sa umožnili nákupy dlhopisov s výnosom pod úrov-

Graf 8 Vývoj kľúčových sadzieb ECB (%)

Zdroj: Bloomberg.

ňou úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné obchody.

MENOVOPOLITICKÉ ROZHODNUTIA ECB V ROKU 2017

V roku 2017 nastalo viditeľné oživenie ekonomickej aktivity, čo bolo dôvodom na verbálne miernu, no vecne zásadnú úpravu v komunikačnej stratégii. ECB v júni 2017 prostredníctvom komunikácie o menovopolitických zámeroch vypustila formuláciu zaoberajúcu sa prípadným ďalším znížením kľúčových úrokových sadzieb.

V treťom štvrtroku 2017 vykázala ekonomika eurozóny stabilný ekonomický rast, avšak vzhľadom na mieru inflácie, ktorá sa nachádzala pod jej strednodobým cieľom, Rada guvernérov ECB rozhodla v októbri 2017 o pokračovaní nákupného programu minimálne do septembra 2018, t. j. predĺžila nákupný program o ďalších 9 mesiacov. Rada taktiež rozhodla o ďalšom znížení mesačnej sumy nákupov zo 60 mld. € na 30 mld. €. V rámci refinančných operácií rozhodla o tom, že hlavná refinančná operácia a 3-mesačná refinančná operácia sa budú vykonávať formou plného pridelenia za pevnú úrokovú sadzbu, a to minimálne do konca roku 2019.



TVORBA NOVEJ JEDNODŇOVEJ ÚROKOVEJ SADZBY ECB PRE NEZABEZPEČENÉ OBCHODY V EURÁCH

Úrokové sadzby peňažného trhu sú pre finančný systém významné a využívané, v dôsledku čoho sa stali základom pre vznik referenčných hodnôt úrokových sadzieb, tzv. benchmarkov. Na európskom finančnom trhu sú takými referenčnými hodnotami úrokové sadzby Euribor a jednodňová sadzba Eonia, ktoré sa vytvárajú na základe údajov zo súkromného finančného sektora. Od roku 2013 prebieha pod záštitou Rady pre finančnú stabilitu celosvetová reforma existujúcich referenčných hodnôt, vrátane úrokových sadzieb Euribor a Eonia. Hlavným cieľom reformy je tvorba referenčných úrokových hodnôt na základe jednotných princípov, ktoré majú – okrem iného – v čo najväčšej možnej miere zodpovedať uskutočneným obchodom a nielen subjektívnemu úsudku, z ktorého vychádza súčasná metodológia úrokových sadzieb Euribor. Európsky inštitút peňažných trhov (EMMI), ktorý je správcom týchto referenčných hodnôt, však pri implementácii požiadaviek reformy zistil značné problémy, ktoré vyvolávajú pochybnosti o konečnej úspešnosti zámeru.

Vzhľadom na dôležitosť najmä jednodňovej úrokovvej sadzby, a to nielen pre finančné trhy,

ale aj pre implementáciu menovej politiky, na základe rozhodnutia rady guvernérov, ECB v septembri 2017 oznámila, že vytvorí novú jednodňovú úrokovú sadzbu pre nezabezpečené obchody v eurách. Nová úroková sadzba bude slúžiť ako doplnková a náhradná úroková sadzba k existujúcim referenčným úrokovým sadzbám. ECB ju plánuje vytvoriť do konca roka 2019 na základe metodológie, ktorá bude vychádzať z uskutočnených obchodov evidovaných v štatistickom výkaze peňažného trhu ECB.

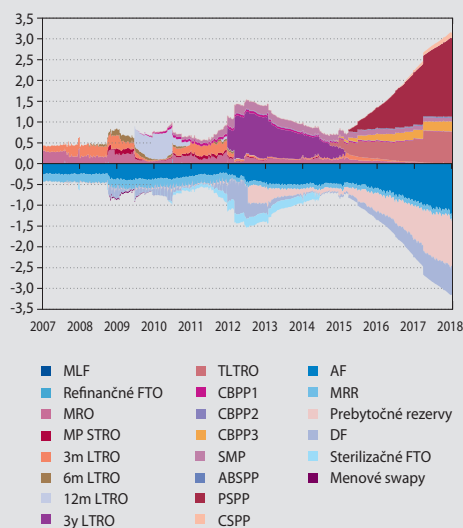
V súlade s odporúčaniami, ktoré ukladá reforma, ECB spolu s FSMA, ESMA a Európskou komisiou oznámila vytvorenie pracovnej skupiny na identifikáciu a prijatie bezrizikovej jednodňovej úrokovvej sadzby eliminujúcej trhové riziká. Táto sadzba má slúžiť ako alternatíva pre existujúce referenčné úrokové sadzby na použitie v nástrojoch, v ktorých absentujú trhové riziká, napr. kreditné riziko, riziko likvidity. Táto úroková sadzba má spolu s novou jednodňovou sadzbou ECB kvalitatívne rozšíriť škálu v súčasnosti dostupných referenčných úrokových sadzieb.

LIKVIDITA BANKOVÉHO SEKTORA ZÍSKANÁ Z MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ A NÁKUPNÝCH PROGRAMOV

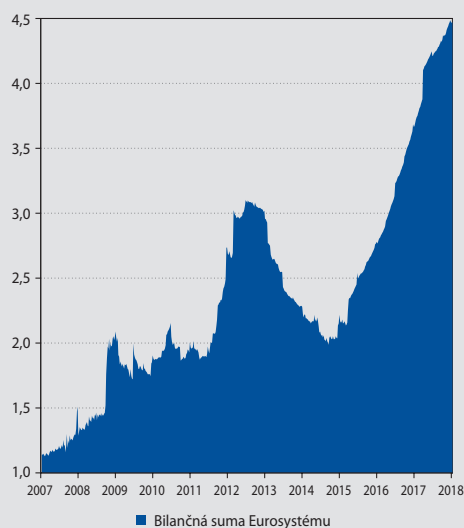
Nákupný program bol aj v roku 2017 takmer výlučným zdrojom zvýšenia likviditnej pozície európskeho bankového sektora. Úroveň poskytnutej likvidity dosiahla novú historickú hodnotu 3,1 bil. €. Na tejto sume sa so 76 % podieľajú nákupné programy a s 24 % neštandardné dlhodobé refinančné operácie. Kým podiel hlavnej refinančnej operácie na celkovej likviditnej pozícii v roku 2016 tvoril 2 %, pod vplyvom prírastku iných zdrojov a na druhej strane poklesu potreby získavania zdrojov z hlavnej refinančnej operácie klesol v roku 2017 jej podiel takmer na nulu. V marci 2017 sa

uskutočnila posledná tranža neštandardných dlhodobých refinančných operácií, v ktorej bankový sektor čerpal 233 mld. €. Napriek absolútnemu nárastu refinančných operácií ich relatívny podiel na celkovej likviditnej pozícii, vzhľadom na dominantný prílev likvidity z nákupných programov, celkovo poklesol. Značný prebytok likvidity sa ku koncu roka 2017 prejavil takmer na 40 % náraste využívania jednodňových vkladov v porovnaní s koncom predchádzajúceho roka. Táto situácia spôsobovala nižší dopyt po zdrojoch z medzibankového peňažného trhu.

V rámci nákupných programov, ktoré ku koncu roka 2017 dosiahli v bilancii Eurosystemu

Graf 9 Vývoj likviditnej pozície Eurosystemu (bil. EUR)


Zdroj: ECB, Bloomberg, vlastné spracovanie NBS.

Graf 10 Bilančná suma Eurosystemu (bil. EUR)


Zdroj: Bloomberg, vlastné spracovanie.

sumu 2,4 bil. €, tvoril najväčší podiel program nákupu cenných papierov verejného sektora, a to takmer 80 %. Národná banka Slovenska sa zúčastňovala na programe nákupu cenných papierov verejného sektora, ktorého predmetom je nákup vládnych cenných papierov a cenných papierov nadnárodných finančných spoločností a na programe nákupu krytých dlhopisov. Ku koncu roka 2017 bola suma menovopolitického portfólia cenných papierov NBS 20 mld. €, čo je 30 % medziročný prírastok.

VPLYV MENOVPOLITICKÝCH OPERÁCIÍ NA BILANCIU EUROSYSTEMU

Bilančná suma Eurosystemu stúpila v roku 2017 na novú historickú hodnotu 4,5 bil. €, čo je nárast o 0,8 bil. € v porovnaní s koncom roka 2016. Od vzniku finančnej krízy v roku 2007, kedy bola bilančná suma 1 bil. €, ECB aktívne využívala rôzne štandardné aj neštandardné menovopolitické nástroje, ktoré mali vplyv na zmenu vo veľkosti aj kompozícii bilancie Eurosystemu. Tieto nástroje boli nevyhnutné na zabezpečenie plynulej transmisie uvoľnenej menovej politiky.

3 VÝVOJ NA FINANČNOM TRHU

Globálne ekonomické oživenie nabralo v priebehu roka 2017 na intenzite. Dôležitým impulzom bolo zvýšenie investičného dopytu na pozadí zlepšujúceho sa sentimentu v podnikovom sektore. Súvisiacim javom bola akcelerácia tempa zahraničného obchodu. Priaznivý vývoj makroekonomických indikátorov tak tlmí bezprostredné riziká pre finančnú stabilitu. Pri zlepšení výkonnosti ekonomiky sa však kumulujú viaceré trendy prispievajúce k tvorbe nerovnováh, ktoré môžu v strednodobom horizonte ohroziť finančnú stabilitu. Najvýznamnejším

trendom je pokračujúci rast zadlženosti verejného a súkromného sektora na pozadí uvoľnených úverových podmienok. Pokračovanie obdobia nízkych úrokových sadzieb bude zrejme naďalej podporovať rizikový apetít vo finančnom sektore, čo vedie k nárastu zraniteľnosti finančného systému. Významným rizikom je aj náhle precenenie aktív na finančných trhoch. Vlnu precenenia na finančných trhoch môže spustiť neočakávaný priebeh normalizácie menovej politiky, odchýlka makroekonomického vývoja od očakávaní alebo aj eskalácia geopolitických napätí.