



# IMPLEMENTÁCIA MENOVEJ POLITIKY EUROSISTÉMU, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV



## 3 IMPLEMENTÁCIA MENOVEJ POLITIKY EUROSYSTEMU, DEVÍZOVÉ OPERÁCIE A INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV

### 3.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

S plným začlenením Slovenska do eurozóny začala Národná banka Slovenska implementovať menovú politiku riadenú Európskou centrálnou bankou. K 31. decembru 2008 ukončila využívanie menovopolitických nástrojov na absorbovanie prebytku likvidity zo slovenského bankového sektora (približne 13 mld. €). Systémový deficit likvidity, v ktorom sa európsky bankový sektor trvalo nachádza, vyžaduje refinančné operácie. 1. januára 2009 sa NBS pripojila k 15 krajinám eurozóny, ktoré na národnej úrovni vykonávajú menovopolitické operácie Eurosystemu.

Európska centrálna banka realizuje kvalitatívnu menovú politiku prostredníctvom stanovovania kľúčových úrokových sadzieb, ktorými sú úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie a úroková sadzba pre jednodňové refinančné a sterilizačné operácie. ECB riadi likviditu bankového sektora tak, aby sa jednodňová trhová úroková sadzba EONIA pohybovala v tesnej blízkosti úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie. Úroková sadzba pre jednodňové refinančné a sterilizačné operácie tvorí koridor, v rámci ktorého sa môže EONIA pohybovať.

Do štandardne využívanej škály nástrojov menovej politiky Eurosystemu patria hlavné refinančné operácie so splatnosťou 1 týždeň, dlhodobé refinančné operácie so splatnosťou 3 mesiace, doladovacie jednodňové operácie na dodanie alebo absorbovanie likvidity a automatické operácie. ECB má vo svojom inštrumentárii zahrnutý väčší počet nástrojov, ktoré sa však štandardne nevyužívajú.<sup>8</sup> Pod širšie využitie týchto nástrojov sa aj v roku 2009 podpísala finančná kríza.

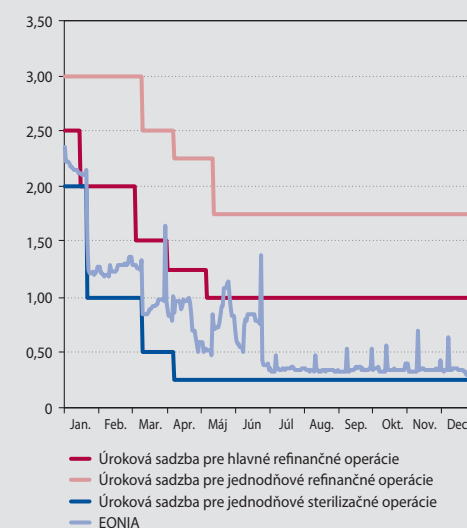
V roku 2009 došlo v eurozóne k štvornásobnému zníženiu kľúčových sadzieb kumulatívne o 150 bázických bodov na koncoročnú historicky najnižšiu úroveň úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie na 1,00 %. Na rozdiel od situácie spred finančnej krízy, keď sa EONIA pohybovala v tesnej

blízkosti úrokovej sadzby pre hlavné refinančné operácie, jednodňová trhová sadzba sa nachádzala takmer trvalo pod touto sadzbou a zároveň v tesnej blízkosti spodnej hranice koridoru. Dôvodom bol prebytok likvidity, ktorý si banky nahromadili po tom, čo ECB prešla od pridelovania zdrojov v refinančných operáciách Eurosystemu podľa kalkulovaného benchmarku k postupu plného pridelovania požadovaných zdrojov. ECB však počas tohto obdobia neupustila od štandardného vyladovania efektu prebytku likvidity na konci periódy povinných minimálnych rezerv, ktorý absorbovala prostredníctvom doladovacích operácií. To sa prejavilo na krátkodobých nárastoch jednodňovej trhovej sadzby EONIA.

#### LIKVIDITA BANKOVÉHO SEKTORA

Prijatím eura na Slovensku sa slovenské banky plne začlenili do európskeho finančného sektora, pričom ich prebytok likvidity bol absorbovaný systémovým deficitom európskeho bankového sektora. Slovenské banky časť svojich prebytočných zdrojov umiestnili do svojej materskej spo-

Graf 31 Vývoj kľúčových sadzieb ECB v roku 2009 (% p. a.)



Zdroj: ECB.

8 Viac v publikácii *Uskutočňovanie menovej politiky v Eurozóne*, [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/ecbpub/ump/mp200811.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/ecbpub/ump/mp200811.pdf)



ločnosti a ďalšiu časť investovali na európskom medzibankovom trhu.

Európska centrálna banka v roku 2009 pokračovala v neštandardnom plnom pridelovaní zdrojov prostredníctvom svojich refinančných operácií. Keďže na medzibankovom trhu naďalej prevládala nízka likvidita, banky získavali potrebné zdroje takmer výlučne z ECB, pričom ich záujem značne prevyšoval ich reálne potreby. To malo za následok výrazný prebytok požičaných zdrojov. Nedôvera na medzibankovom trhu a potreba kumulácie zdrojov sa odzrkadlila vo vyššom čerpaní zdrojov s vyššou splatnosťou. Prejavilo sa to na náraste podielu dlhodobejších operácií na refinančnej pozícii na majoritných 75 % v prvej polovici roka 2009, ktoré boli už v predošlom období rozšírené o operácie so splatnosťou jednej periódy PMR a so splatnosťou 6 mesiacov. Na rozdiel od štandardnej situácie, hlavná refinančná operácia tvorila v prvej polovici roka 2009 len zvyšných 35 %. Uvedenie nových operácií so splatnosťou 12 mesiacov v polovici roka 2009 sa podpísalo pod ešte výraznejší pokles využívania hlavných refinančných operácií pri refinancovaní bánk. Banky postupne znížili objemy vo všetkých ostatných operáciách a takmer výlučným zdrojom sa stali jednorôčné operácie (86 %).

V júli 2009, po realizácii prvej jednorôčnej operácie, dosiahla refinančná pozícia Eurosystemu re-

kordnú úroveň 900 mld. €. Banky mali možnosť získať na jeden rok zdroje od ECB za historicky najnižšiu úroveň sadzby 1,00 %. Tieto operácie ešte viditeľnejšie znížili podiel hlavnej refinančnej operácie, ktorá tvorila na refinančnej pozícii do konca roka 2009 len približne 10 %.

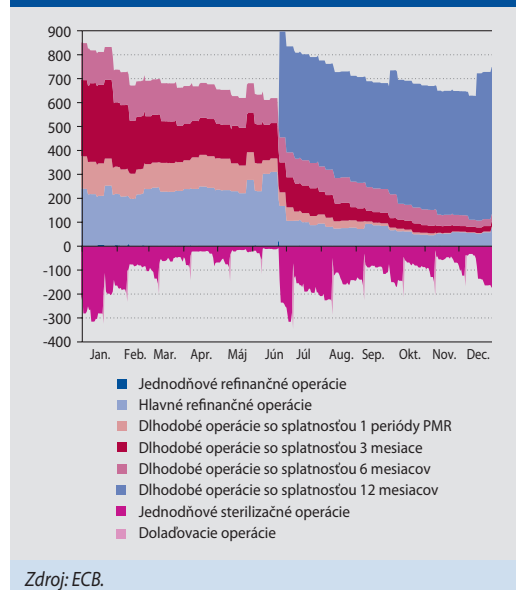
#### Automatické operácie

Keďže banky neumiestňovali svoje dočasné voľné zdroje na medzibankovom trhu z dôvodu kreditného rizika protistrán, vo vysokých objemoch využívali jednodňové sterilizačné operácie Eurosystemu. Ich využitie počas roka 2009 dosiahlo dvakrát historicky najvyššie úrovne, a to v januári a v júli zhodne 300 mld. €. Skutočnosť, že banky s nedostatkom zdrojov získavali potrebnú likviditu z ECB za úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie a banky s prebytkom zdrojov ich naopak ukladali prostredníctvom sterilizačných operácií za úrokovú sadzbu o 100, resp. 75 bázičných bodov nižšiu, naznačuje, že fungovanie medzibankového trhu nebolo efektívne ani v roku 2009.

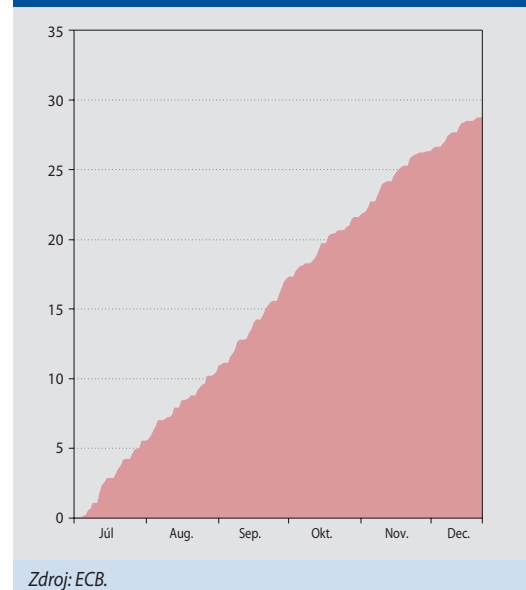
#### Program nákupu krytých dlhopisov

V júli 2009 začal Eurosystem uplatňovať ďalší nadštandardný nástroj – program nákupu krytých dlhopisov. Cieľom programu je oživenie trhu s týmito cennými papiermi. Celková suma programu, ktorá má byť naplnená do jedného roka, t. j. do júna 2010, je 60 mld. €. Nákupy sú

Graf 32 Operácie Eurosystemu v roku 2009 (mld. EUR)



Graf 33 Vývoj nákupu krytých dlhopisov v roku 2009 (mld. EUR)



realizované prostredníctvom ECB a národných centrálnych bánk, ktorých podiel je určený podľa kapitálového kľúča. Do konca roka 2009 sa nachádzalo v portfóliu krytých dlhopisov Eurosystemu takmer 30 mld. €, čo je polovica z plánovaného objemu.

#### POVINNÉ MINIMÁLNE REZERVY

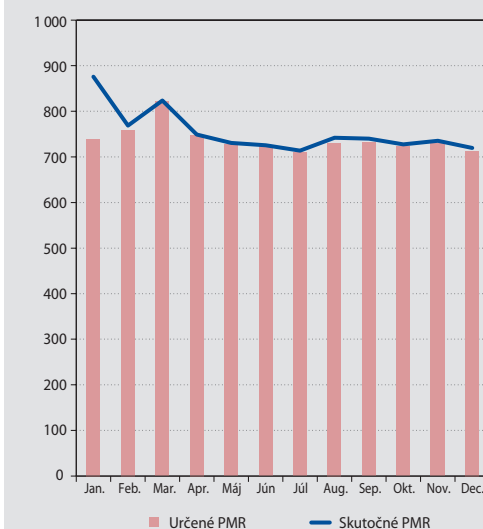
V oblasti povinných minimálnych rezerv (PMR) sa zmeny oproti systému uplatňovanému v minulých rokoch dotkli hlavne základne na tvorbu PMR, ktorú podľa pravidiel eurosystému tvoria len primárne vklady a emitované dlhové cenné papiere úverových inštitúcií s lehotou viazanosti do dvoch rokov okrem vkladov získaných od iných úverových inštitúcií v rámci eurozóny. Ako v predchádzajúcich rokoch, aj v roku 2009 sadzba na tvorbu PMR zostala vo výške 2% zo základne na tvorbu PMR. Každá úverová inštitúcia si môže výšku určených PMR znížiť o odpočítateľnú položku v hodnote 100-tis. €. V priemere je perióda na dodržanie PMR približne jeden mesiac a spravidla začína nasledujúcu stredu po zasadaní Rady guvernérov ECB, kde sa rozhoduje o nastavení parametrov menovej politiky. Zmeny nastali aj v úročení PMR, keď pevne určená sadzba bola nahradená variabilnou, ktorá sa rovná priemernej hodnote hraničnej sadzby hlavných refinančných operácií eurosystému za príslušnú periódu.

Úverové inštitúcie pôsobiace v SR majú povinnosť držať povinné minimálne rezervy na vlastnom účte alebo na účte sprostredkovateľa vedenom v NBS. V roku 2009 podliehalo systému povinných minimálnych rezerv 26 úverových inštitúcií, z nich jedna držala PMR na účte sprostredkovateľa.

Priemerná výška určených PMR v roku 2009 bola 734,5 mil. €, pričom v priebehu roka klesla o 3,5%, z 739,5 mil. € v januári na 713,3 mil. € v decembri 2009. U žiadnej úverovej inštitúcie pôsobiacej v SR nedošlo počas roka k nedodržaniu určených PMR.

Povinné minimálne rezervy plnia v rámci implementácie menovej politiky významnú funkciu. Prispievajú k stabilizácii krátkodobých sadzieb peňažného trhu, pretože PMR musia byť splnené iba na základe priemeru počas celej periódy. To zmiernuje následky neočakávaných zmien likvidity a zároveň udržiava minimálnu likviditu

Graf 34 Vývoj PMR v roku 2009 (mil. EUR)



Zdroj: NBS.

finančných inštitúcií patriacich do systému PMR vzhľadom na potreby bezhotovostného platobného styku.

#### AKCEPTOVATEĽNÉ AKTÍVA

V januári 2009 začala NBS zabezpečovať vykonávanie jednotnej menovej politiky Eurosystemu. Jednotné pravidlá sa dotkli tak vykonávania operácií menovej politiky, ako aj riadenia rizík s nimi spojených. NBS začala vykonávať operácie Eurosystemu na národnej úrovni, a to s akceptovateľnými úverovými inštitúciami, ktoré vykonávajú bankové činnosti v SR. Ako vyplýva z ustanovení štatútu o ESCB a ECB, všetky úverové operácie Eurosystemu musia byť zabezpečené primeranou zábezpečkou. Preto má Eurosystem stanovený súbor kritérií, podľa ktorých hodnotí akceptovateľnosť jednotlivých druhov finančných aktív. Takto hodnotené aktíva môžu byť použité vo forme zábezpeky za refinančné operácie vrátane vnútrodeného úveru v platobnom systéme TARGET2, alebo môžu byť predmetom priamych operácií. Kritériá akceptovateľnosti aktív sú aplikované na národnej úrovni, a to v krajinách eurozóny. Preto všetky finančné aktíva emitované alebo poskytnuté v SR, ktoré v minulom roku spĺňali kritériá a ďalej ich spĺňajú, sú súčasťou Jednotného zoznamu akceptovateľných aktív Eurosystemu (Single List of Eligible Assets).



Rovnako ako akceptovateľnosť finančných aktív sú pri ich skutočnom použití v operáciách Eurosystemu dôležité aj kolateralizačné techniky na doručovanie aktív a spôsob, akým sú vo veriteľskej NCB riadené. NBS začala viesť akceptovateľným úverovým inštitúciám SR poolingové účty na združovanie zábezpek. Tieto môžu byť doručované na zabezpečenie operácií technikou repo, ako aj technikou pledge. Rovnaké podmienky vytvorila NBS na používanie domácich aktív, ale aj na používanie aktív na cezhraničnom princípe. Používané akceptovateľné finančné aktíva boli zároveň oceňované trhovou alebo teoretickou cenou vrátane uplatnenia zodpovedajúcich oceňovacích zrážok.

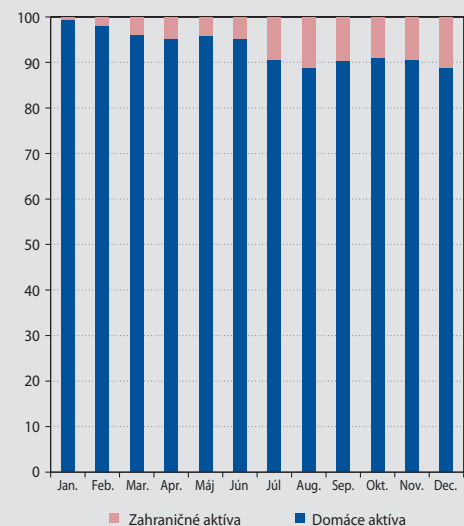
Kým v roku 2008, pred vstupom SR do eurozóny, boli v menových operáciách používané najmä štátne cenné papiere a pokladničné poukážky NBS, v roku 2009 sa priestor na používanie rôznych druhov základných finančných aktív otvoril aj pre akceptovateľné úverové inštitúcie SR. Akceptovateľnými začali byť rôzne dlhové cenné papiere, ale aj úverové pohľadávky. Mohlo ísť o domáce i o zahraničné finančné aktíva držané vo vlastníctve akceptovateľných úverových inštitúcií SR. Rok 2009 začal s možnosťou prijať v NBS ako zábezpeku okrem končiacich pokladničných poukážok NBS hlavne iné domáce finančné aktíva, a to v hodnote 17,6 mld. €. Skupina týchto domácich aktív sa v priebehu roka 2009 dopĺňala o nové aktíva vedené v SR, a to do celkovej hodnoty 19,1 mld. €. V súlade s používaním aktív vedených v SR sa začalo aj používanie zahraničných akceptovateľných finančných aktív denominovaných v eurách a vedených v krajinách eurozóny. Skutočné použitie zahraničných aktív však bolo v SR menej významné a na konci roka 2009 išlo len o 11 % z celkových zábezpek za operácie Eurosystemu vykonávané prostredníctvom NBS. V štruktúre aktív používaných v roku 2009 boli najvýznamnejšie štátne dlhopisy SR, ďalej kryté bankové dlhopisy emitované podľa smernice UCITS (v podmienkach SR ide o hypotekárne záložné listy), štátne pokladničné poukážky SR a dlhopisy emitované bankovými i nebankovými emitentmi v SR. V štruktúre zahraničných aktív, ktoré používali akceptovateľné úverové inštitúcie SR, boli významné štátne dlhopisy krajín EHP a kryté bankové dlhopisy emitované úverovými inštitúciami krajín EHP. V roku 2009 sa

v podmienkach SR nepoužívali na zábezpeku úverové pohľadávky.

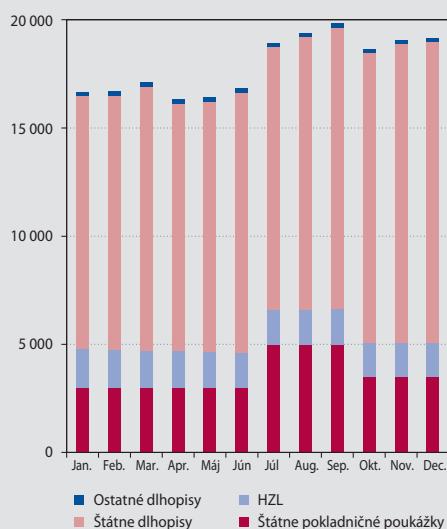
V roku 2009 otvoril Eurosystem priestor aj pre ďalšie akceptovanie finančných aktív, ktoré možno používať počas finančnej a ekonomickej krízy. Urobil tak úpravou kritérií na hodnotenie akceptovateľnosti aktív. Táto skupina aktív je označovaná ako „dočasné zábezpeky“ vedené v krajinách eurozóny, pričom dlhové cenné papiere môžu byť okrem eur denominované aj v amerických dolároch, anglických librách a japonských jenoch. Akceptované môžu byť až do konca roka 2010, alebo najneskôr do splatnosti poslednej 12-mesačnej refinančnej operácie, ktorá bude uzatvorená s Eurosystemom do konca roka 2010. Tento priestor mohli a môžu využívať aj akceptovateľné úverové inštitúcie v SR. Ďalšou skupinou aktív, ktorú Eurosystem akceptuje od začiatku roka 2009 v mimoriadnych krízových podmienkach, sú aktíva emitované vybranými vládami z krajín G-10, ktoré sú emitované v ich domácej mene. Táto skupina aktív je označovaná ako „mimoriadne zábezpeky“ a ich akceptovateľnosť vrátane podmienok na mobilizáciu aktív pre potreby jednotlivých NCB z eurozóny je posudzovaná v ECB.

NBS počnúc januárom 2009 používa vlastný informačný systém na vykonávanie operácií Eurosystemu vrátane ich majetkového a finančného

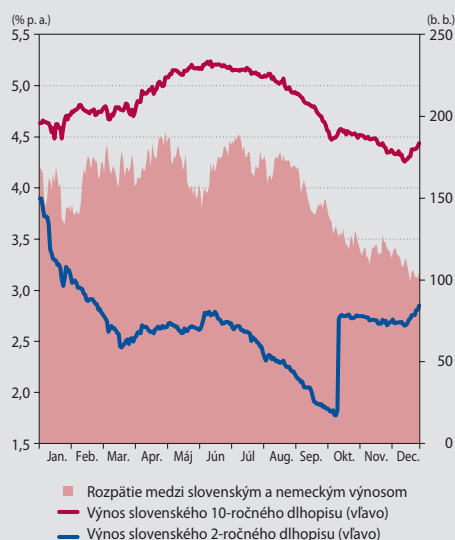
Graf 35 Použitie domácich a zahraničných akceptovateľných aktív v roku 2009 (%)



Zdroj: NBS.

**Graf 36 Štruktúra slovenských akceptovateľných aktív v roku 2009 (mil. EUR)**


Zdroj: NBS.

**Graf 37 Vývoj benchmarkových vládnych dlhopisov v roku 2009**


Zdroj: NBS.

vyrovnania, a to na danú oblasť postupov a procedúr. Súčasťou je komunikácia s akceptovateľnými úverovými inštitúciami SR, s externými systémami, aké má Burza cenných papierov Bratislava, a. s., a Centrálny depozitár cenných papierov SR, a. s. Tento systém má priame spojenie s platobným systémom TARGET2-SK a umožňuje NBS komunikovať s ECB a s inými NCB eurozóny, a to okrem iného aj o akceptovateľných aktívach pre menové operácie Eurosystemu.

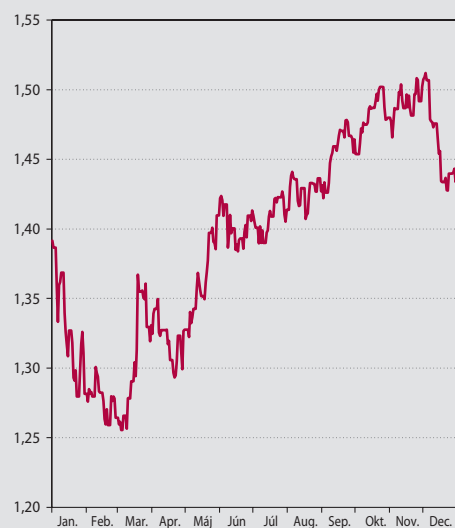
#### BENCHMARKOVÁ VÝNOSOVÁ KRIVKA DLHOPISOV

Výnosy slovenských vládnych dlhopisov s dvojročnou splatnosťou v roku 2009 viditeľnejšie poklesli, čím čiastočne konvergovali na európsku úroveň. Zjavný posun nahor ku koncu októbra bol dôsledkom revízie slovenských benchmarkových dlhopisov. Dlhý koniec výnosovej krivky sa priblížil k európskym výnosom len mierne, s poklesom spreadov medzi výnosom slovenského a nemeckého benchmarkového dlhopisu s 10-ročnou splatnosťou z takmer 200 bázických bodov na 100 bázických bodov.

### 3.2 DEVÍZOVÉ OPERÁCIE

#### OPERÁCIE NA DEVÍZOVOM TRHU

Prijatím jednotnej európskej meny na Slovensku zanikla slovenská koruna a domácou menou sa

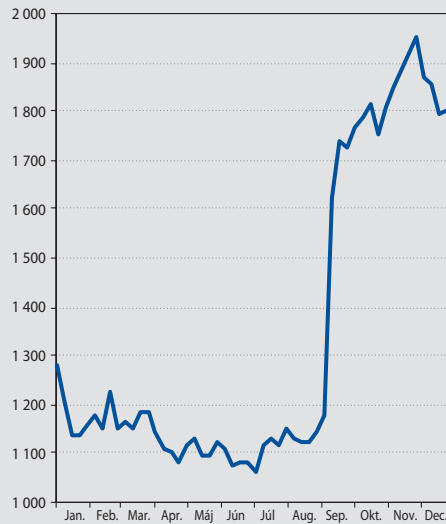
**Graf 38 Vývoj výmenného kurzu eura voči doláru v roku 2009**


Zdroj: ECB.

stalo euro, ktoré je v režime voľne plávajúceho kurzu. V úvode roka 2009 zaznamenal výmenný kurz eura voči americkému doláru vyššiu volatilitu, ktorá súvisela s pretrvávajúcou averziou investorov voči riziku. Najnižšiu úroveň 1,25 USD/EUR zaznamenalo euro v marci. Do konca roka si však pripísalo takmer 21 % voči doláru. Jeho maximálna hodnota počas roka dosiahla 1,51 USD/

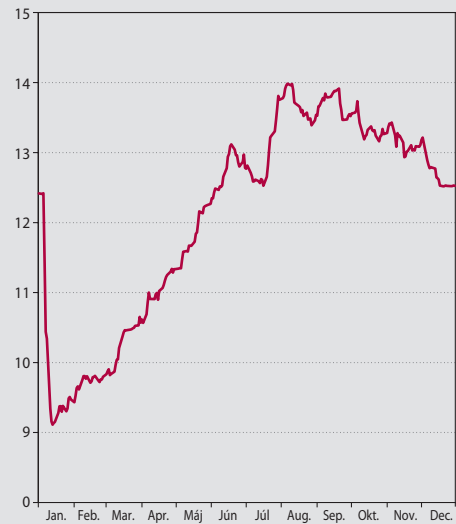


**Graf 39 Devízové rezervy NBS v roku 2009 (mil. USD)**



Zdroj: NBS.

**Graf 40 Investičné rezervy v správe NBS v roku 2009 (mld. EUR)**



Zdroj: NBS.

EUR. Do konca roka sa euro ešte mierne oslabilo a zatváralo na úrovni 1,44 USD/EUR. Európska centrálna banka nerealizovala v roku 2009 žiadne intervencie.

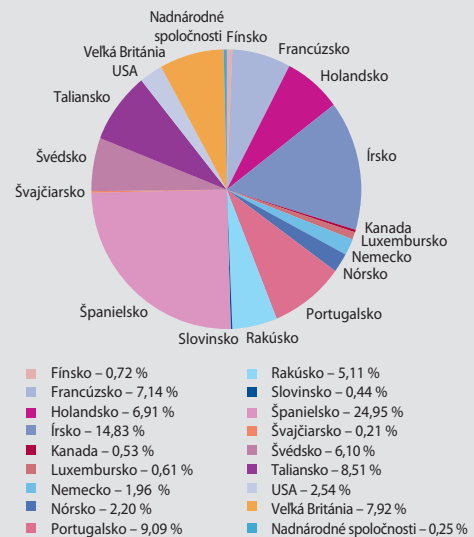
#### INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE DEVÍZOVÝCH REZERV

V súvislosti s prechodom na jednotnú európsku menu euro nastali pri správe devízových rezerv zmeny v oblasti investičnej stratégie. V minulých rokoch spravovala NBS devízové rezervy denominované v amerických dolároch, eurách a zlate. Od začiatku roka 2009 už len v amerických dolároch a zlate. Výška devízových rezerv bola determinovaná predovšetkým cenou zlata, keďže zlato tvorilo hlavnú časť devízových rezerv. Hodnota devízových rezerv sa v zodpovedajúcich výmenných kurzoch a v trhových cenách zvýšila z hodnoty 1,28 mld. USD na začiatku roka 2009 na hodnotu 1,8 mld. USD na konci roka 2009. Výšku devízových rezerv vyjadrených v amerických dolároch ovplyvnil predovšetkým výmenný kurz zlata voči doláru.

#### INVESTIČNÉ AKTIVITY PRI SPRÁVE INVESTIČNÝCH REZERV

Rok 2009 bol prvým rokom členstva SR v eurozóne. NBS sa v oblasti správy rezerv prispôbila novým podmienkam a riadila sa novými pravidlami schválenými v investičnej stratégii z konca roka 2008. Zmenil sa charakter správy investičných rezerv NBS z investovania čistých aktív na riadenie aktív a pasív. Správa rezerv po

**Graf 41 Eurové investičné portfólio – členenie podľa krajín**



Zdroj: NBS.

prijatí eura sa zameriava na dosahovanie primeraného čistého výnosu, a to pri dodržiavaní vopred definovaných obmedzení. Mierne uvoľnenie kreditných obmedzení pri investíciách sprevádzalo sprísnenie podmienok na diverzifikáciu portfólií, ktoré obmedzujú koncentráciu kreditnej expozície voči jednému emitentovi alebo krajine. Ďalšou zmenou bolo aj obmedzenie expozície voči zmenám úrokových mier a ri-





ziku pohybu výmenných kurzov. V záujme efektívneho riadenia úrokového rizika sa v priebehu roka začalo pri eurovom investičnom portfóliu obchodovanie s úrokovými swapmi. Ich nominálna hodnota ku koncu roka 2009 predstavovala 12,3 mld. €. Celková hodnota investičných aktív k 31. decembru 2009 dosiahla úroveň

12,5 mld. €. Čistá efektívnosť zhodnocovania investičných rezerv bola pri eurovom investičnom portfóliu 2,3% a pri dolárovom investičnom portfóliu 3,1 %. Celkový výnos z investičných rezerv na základe merania výkonnosti jednotlivých portfólií dosiahol v roku 2009 približnú hodnotu 280 mil. €.