



2 MENOVÁ POLITIKA EUROSYSTEMU

2.1 OPERÁCIE MENOVEJ POLITIKY

Európska centrálna banka prostredníctvom národných centrálnych bánk implementuje menovú politiku pomocou nástrojov menovej politiky, ktorými sú operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy. Len protistrany, ktoré sú predmetom plnenia povinných minimálnych rezerv, sú oprávnené k participácii na automatických operáciách a na operáciách na voľnom trhu uskutočňovaných štandardnými tendrami. Operácie na voľnom trhu tvoria hlavné refinančné operácie (MRO), dlhodobejšie refinančné operácie (LTRO), doladovacie operácie (FTO) a štrukturálne operácie. Automatické operácie zahŕňajú jednodňové sterilizačné operácie (DF) a jednodňové refinančné operácie (MLF). V snahe znížiť riziko príliš dlhého obdobia nízkej inflácie ECB v roku 2015 pokračovala v realizácii neštandardného Programu nákupu aktív (APP), ktorý zahŕňa tretí program nákupu krytých dlhopisov (CBPP3), program nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP) a v roku 2015 ho rozšírila o program nákupu dlhopisov verejného sektora (PSPP).

REFINANČNÉ OPERÁCIE

ECB uskutočňovala hlavné refinančné operácie a trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov počas celého roka. Tento postup prolongovala na tak dlho, ako to bude potrebné, minimálne však do konca posledného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2017.

Postupom za fixnú sadzbu a s plným pridelením boli uskutočnené aj ciele dlhodobejšie refinančné operácie (targeted LTRO – TLTRO) určené na podporu poskytovania bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny. Podstatou TLTRO je priama väzba medzi získanými prostriedkami z týchto operácií a úverovou aktivitou bánk voči ich konečným užívateľom. ECB v roku 2014 oznámila realizáciu ôsmich takýchto operácií vo štvrtročných intervaloch, z toho dve boli uskutočnené v roku 2014 (v celkovej umiestnenej sume 212,4 mld. €), štyri ope-

rácie v roku 2015 (v celkovej umiestnenej sume 205,5 mld. €) a zostávajúce dve budú uskutočnené v marci a v júni 2016. Úroková sadzba operácií TLTRO bola rovná sadzbe hlavných refinančných operácií Eurosystemu v čase realizácie príslušnej TLTRO, čím sa odstránil rozdiel desiatich bázických bodov oproti sadzbe hlavných refinančných operácií, ktorý sa uplatňoval v prípade prvých dvoch TLTRO. Všetky TLTRO budú splatné v rovnakom čase, t. j. v septembri 2018, s možnosťou predčasného splatenia od septembra 2016.

Zmluvné strany boli v rámci prvých dvoch TLTRO oprávnené čerpať úverové prostriedky (počiatkový limit) vo výške maximálne 7 % celkového objemu ich úverových pohľadávok voči nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny. Operáciami v priebehu rokov 2015 a 2016 si komerčné banky požičiavajú dodatočné prostriedky, ktoré môžu spolu dosiahnuť maximálne trojnásobok úverov poskytnutých nefinančnému súkromnému sektoru eurozóny, okrem úverov poskytovaných domácnostiam na kúpu nehnuteľností na bývanie, v čase od 30. apríla 2014 do príslušného referenčného dátumu refinančnej operácie. Tie komerčné banky, ktoré nebudú poskytovať úvery do reálnej ekonomiky, budú musieť požičané zdroje z TLTRO vrátiť v roku 2016, dva roky pred riadnou splatnosťou.

ECB v roku 2015 pokračovala v uskutočňovaní operácií v amerických dolároch so 7-dňovou splatnosťou, ktorá bola vyhlásená v roku 2008. V prvej polovici roka banky o tieto operácie neprejavovali záujem, v druhej polovici roka banky participovali nepretržite, pričom suma dosiahla približne 180 mil. USD.

NÁKUPNÉ PROGRAMY

Na januárovom menovopolitickom zasadnutí Rady guvernérov ECB bolo rozhodnuté o rozšírení programu nákupu aktív o program nákupu cenných papierov emitovaných vládami krajín eurozóny a európskymi inštitúciami (PSPP). Celkovú mesačnú sumu nákupov vo všetkých troch nákupných programoch rozšírila na 60 mld. €. S nákupom cenných papierov na sekundárnom

trhu v rámci PSPP začal Eurosystem v marci 2015, pričom suma nákupov národných centrálnych bánk vychádza z kapitálového kľúča na upisovanie základného imania ECB.

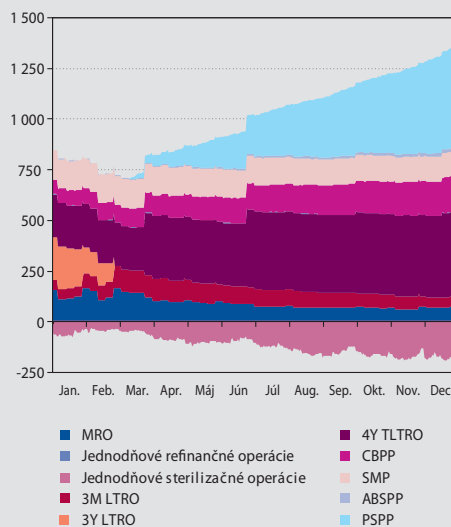
Od marca do konca roka 2015 Eurosystem v rámci programu PSPP nakúpil cenné papiere v sume 494,9 mld. €.

Počas roka 2015 Eurosystem pokračoval v nákupoch cenných papierov v rámci programu CBPP3 a ABSPP, ktoré zahájil v októbri a novembri 2014. Suma nákupov cenných papierov stúpila pri ABSPP na 15,3 mld. € a pri CBPP3 na 143,3 mld. €. Na celkovom APP dosahuje najvyšší podiel PSPP. Program ABSPP pomáha bankám diverzifikovať finančné zdroje a stimulovať emisnú aktivitu nových cenných papierov, čím majú pomôcť bankám pri plnení ich hlavnej úlohy, a to poskytovať úvery do reálnej ekonomiky. APP a TLTRO majú značný efekt na nárast refinančnej pozície bánk, a tým zároveň aj na bilanciu Eurosystemu. Na decembrovom menovopolitickom zasadnutí rozhodla Rada guvernérov o predĺžení týchto nákupov do konca marca 2017 a v prípade potreby aj dlhšie, avšak minimálne dovtedy, kým sa neprejaví trvalá zmena vývoja inflácie, ktorá bude zodpovedať cieľu dosiahnuť mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % v strednodobom horizonte. Zároveň Rada guvernérov rozhodla o reinvestovaní splátok istiny zo splatných cenných papierov nakúpených v rámci APP, pokiaľ to bude nevyhnutné. Toto opatrenie má prispieť k priaznivému stavu likvidity a aj k primeranému nastaveniu menovej politiky. Do programu PSPP Rada guvernérov v decembri taktiež zahrnula obchodovateľné dlhové nástroje denominované v eurách vydané regionálnymi a miestnymi samosprávami v eurozóne.

KĽÚČOVÉ ÚROKOVÉ SADZBY

Počas roka sa prehlbovala divergencia medzi menovými politikami významných centrálnych bánk. Zatiaľ čo Federálny rezervný systém USA zmenil ku koncu roka nastavenie menovej politiky na sprísňujúci režim zvýšením pásma kľúčovej sadzby z 0,00 – 0,25 % na 0,25 – 0,50 %, ECB v rovnakom období rozhodla o znížení úrokovej sadzby pre jednoduchové sterilizačné operácie o 10 bázických bodov na -0,30 %. Úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie a sadzba pre jednoduchové refinančné operácie zostala nezmenená na 0,05 % a 0,30 %.

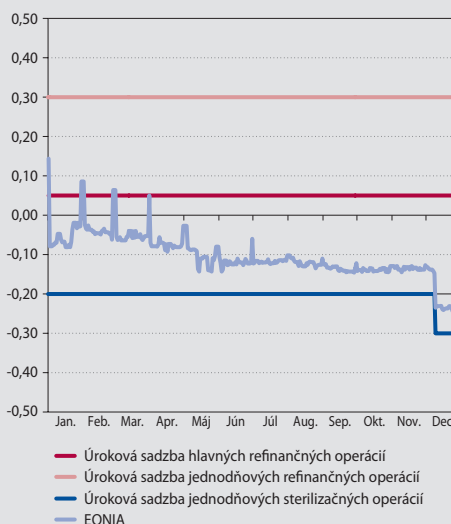
Graf 8 Vývoj menovopolitických operácií ECB v roku 2015 (mld. EUR)



Zdroj: ECB.

Úrokové sadzby na nezabezpečenom peňažnom trhu eurozóny boli pod vplyvom prebytku likvidity bankového sektora a odrážali očakávania menovopolitických rozhodnutí. Jednoduchová úroková sadzba EONIA v prvej polovici roka vykázala vyššiu volatilitu, pričom sa držala v zápornom pásme, okrem obdobia koncov periód povinných minimálnych rezerv, keď stúpila do pozitívnych hodnôt. V druhej polovici roka, vplyvom

Graf 9 Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB a úrokovej sadzby EONIA (% p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

rastu prebytku likvidity a očakávania zníženia menovopolitickej sadzby sa držala v zápornom pásme s minimálnymi medzidennými zmenami. So znížením kľúčovej sadzby pre jednodňové de-
pozitné obchody koncom roka poklesla na nové historické minimum pri -0,24 %.

Trend kontinuálneho poklesu bol prerušovaný občasnými výkyvmi ku koncu periód plnenia povinných minimálnych rezerv, resp. kalendárnych mesiacov vrátane koncoročného obdobia.

2.2 VÝVOJ EURA

Vývoj eura bol ovplyvnený rozdielnym cyklickým vývojom a výhľadom menových politík svetovo významných ekonomík. V úvode roka euro oproti americkému doláru značne oslabilo z 1,214 na 1,055 USD/EUR po oznámení rozšíreného programu nákupu aktív ECB. V druhom kvartáli sa euro stabilizovalo s príležitostnou volatilitou súvisiacou s politickým vývojom v Grécku a taktiež v súvislosti so zmenami v trhových očakávaniach týkajúcich sa menovopolitických krokov v USA, ktoré avizovali zvyšovanie kľúčových sadzieb. Začiatkom tretieho kvartálu euro významne posilnilo ku 1,15 USD/EUR, ovplyvnené globálnou rizikovou averziou a neistotou ohľadom vývoja

Graf 10 Vývoj výmenného kurzu USD/EUR v roku 2015



Zdroj: Bloomberg.

v Číne. Ku koncu roka euro opäť oslabilo, odrážajúc očakávanie o divergencii menových politík dvoch svetovo najvýznamnejších centrálnych bánk ECB a Fedu. Kurz eura oproti americkému doláru medziročne oslabil o 10 %, pričom počas roka klesol na 13-ročné medzidenné minimum 1,045 USD/EUR a rok uzatváral na 1,089 USD/EUR.

3 VÝVOJ NA FINANČNOM TRHU

Situácia v domácej ekonomike je do veľkej miery pod vplyvom externého prostredia, a z tohto dôvodu je vývoj v externom prostredí významný z pohľadu stability slovenského finančného sektora. Pozitívom preto bolo mierne zlepšenie výkonnosti ekonomík rozvinutých krajín, aj keď je potrebné konštatovať, že hlavný vplyv na uvedenom vývoji mali faktory ako zahájenie, resp. neskoršie rozširovanie kvantitatívneho uvoľňovania ECB, klesajúce ceny ropy a oslabenie kurzu eura. Situácia v externom prostredí však podlieha viacerým rizikám. V globálnom kontexte to je riziko ďalšieho spomalenia ekonomického rastu v rozvíjajúcich sa krajinách, predovšetkým v Číne. Toto riziko je navyše umocnené naakumulovanými nerovnováhami z predchádzajúcich rokov. V dôsledku vývoja v Číne a Grécku došlo k zvy-

šenej volatility na globálnych finančných trhoch, čím sa zvyšuje riziko náhleho a simultánneho poklesu cien rizikovejších aktív umocnené ešte klesajúcou trhovou likviditou na finančných trhoch. Vo fiškálnej oblasti sa napriek úsiliu o konsolidáciu verejných financií vo viacerých štátoch EÚ nedarí znižovať zadlženosť.

Výkonnosť slovenskej ekonomiky v roku 2015 vzrástla, avšak menila sa štruktúra jej rastu. Kým v predchádzajúcich rokoch bol hlavnou zložkou rastu čistý export, tak v poslednom období ho vystriedal domáci dopyt. Rast zamestnanosti a nárast reálnych miezd v kontexte nízkej inflácie boli zdrojmi silnejúcej spotreby domácností. Rast ekonomiky podporili aj investície, ktoré boli do veľkej miery ťahané verejným sektorom v snahe