



2 Menová politika Eurosystému

V roku 2019 pokračovala potreba akomodatívnej menovej politiky, ktorú Eurosystém zabezpečoval najmä prostredníctvom neštandardných menovopolitických nástrojov

V rámci štandardného výkonu menovej politiky sa uplatňovalo spektrum menovopolitických nástrojov na riadenie krátkodobých úrokových sadzieb peňažného trhu. Pretrvávajúce obdobie nízkej inflácie a narušenie plynulého transmisného mechanizmu si v roku 2014 vyžiadali aktiváciu osobitných menovopolitických nástrojov na ovplyvnenie aj stredno a dlhodobých úrokových sadzieb. Tieto akomodatívne menové podmienky zostali zachované aj v sledovanom roku. Mimo peňažného trhu Eurosystém pôsobil na trhu vládnych, krytých, podnikových dlhopisov a tiež cenných papierov krytých aktívami, a to prostredníctvom rozšíreného programu nákupu aktív. Podstatnú časť zdrojov Eurosystém poskytol v dlhodobých operáciách so splatnosťou na 4 roky. Veľmi dôležitou súčasťou menovopolitického inštrumentária bola aj priama komunikácia menovopolitického výhľadu, nazývaná forward guidance.

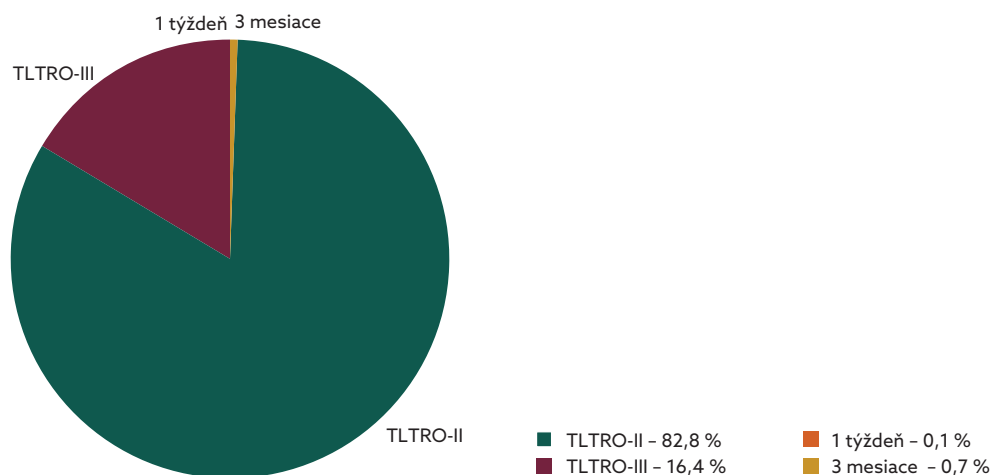
Na základe rozhodnutia Rady guvernérov ECB z decembra 2018 sa začiatkom roku 2019 ukončili čisté nákupy v rámci nákupného programu finančných aktív. Eurosystém pokračoval v reinvestovaní splatnej istiny na udržanie nezmenenej sumy vytvoreného portfólia nákupného programu, ktorý dosahoval 2,6 bil. €. Rada guvernérov v marci 2019 oznámila tretiu sériu cielených dlhodobých refinančných operácií (TLTRO III), ktorá mala slúžiť na udržiavanie priaznivých podmienok poskytovania bankových úverov. Vzhľadom na pretrvávajúcu nízku mieru inflácie Rada guvernérov ECB v septembri 2019 predstavila balík opatrení posilňujúci akomodatívne menovopolitické podmienky v eurozóne.

Nedostatočná konvergencia inflácie k inflačnému cieľu si vyžiadala okrem zníženia úrokovej sadzby na jednoduché sterilizačné operácie aj ďalšie opatrenia v roku 2019

V tomto balíku Rada guvernérov znížila úrokovú sadzbu pre depozitnú facilitu o 10 bázických bodov na -0,50 %. Taktiež od novembra 2019 znovaaktivovala nákupný program v sume 20 mld. € mesačne. Následne

upravila podmienky TLTRO III tak, aby tieto operácie podporovali akomodatívne nastavenie menovej politiky a upresnila priamu komunikáciu menovopolitického výhľadu. Okrem menovopolitických opatrení rozhodla aj o ďalšom opatrení na podporu pozitívneho vplyvu záporných úrokových sadzieb na transmisný mechanizmus vo forme viacstupňového úročenia rezerv bánk.

Graf 11
Podiel jednotlivých menovopolitických operácií (%)



Zdroj: ECB, výpočty NBS

V rámci **operácií na voľnom trhu** Eurosystem pokračoval v uskutočňovaní týždenných hlavných a trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií, v ktorých uplatňoval postup plného pridelenia za pevnú úrokovú sadzbu. V marci 2019 Rada guvernérov rozhodla o pokračovaní operácií týmto postupom až do marca 2021. Tretia séria TLTRO III dlhodobých operácií sa začala v septembri 2019, s poslednou plánovanou operáciou v marci 2021. So splatnosťou tejto poslednej operácie v roku 2024 Eurosystem poskytne prostriedky prostredníctvom všetkých troch sérií v období 10 rokov, keďže prvá séria začala v roku 2014, druhá v roku 2016 a tretia v roku 2019. Ku koncu roka 2019 bolo poskytnutých 624 mld. € v menovopolitických operáciách. Podiel hlavnej a trojmesačnej operácie tvoril len minimálnu časť, keďže majoritu tvorili TLTRO operácie (graf č. 11). Okrem menovopolitických operácií Eurosystem pokračoval aj v tendroch na poskytnutie likvidity v amerických dolároch, a to na základe swapovej linky s Federálnym rezervným systémom. Dopyt v nich bol minimálny.

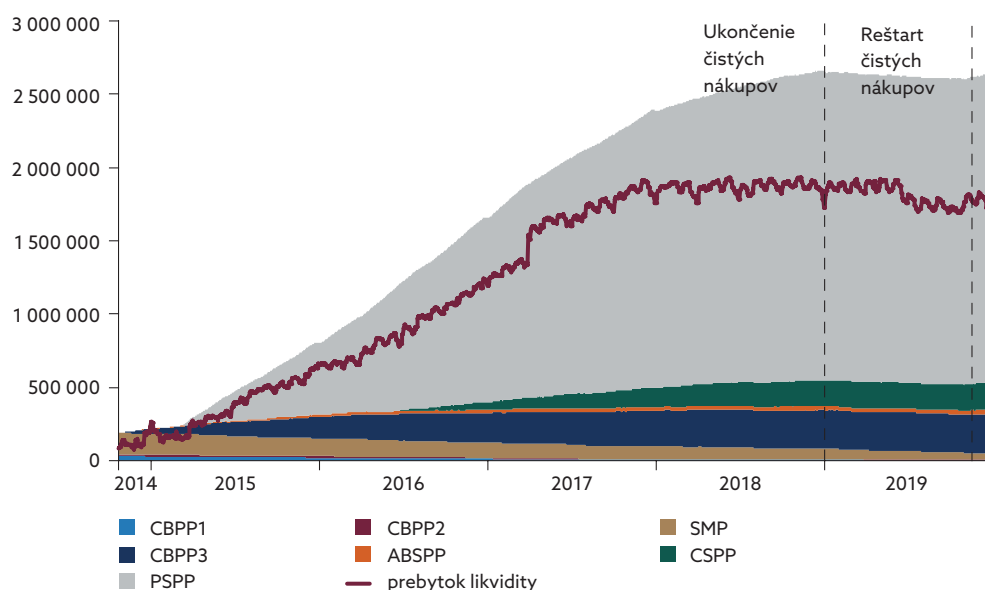
Reštart programu nákupu aktív

Rozhodnutím Rady guvernérov zo septembra **začal Eurosystem v novembri s opätovnými čistými nákupmi**. Zo štyroch programov rozšíreného programu nákupov Eurosystemu tvoril najpodstatnejšiu časť program ná-

kupu vládnych dlhopisov (graf č. 12). ECB spolu s národnými centrálnymi bankami v závislosti od kapitálového kľúča nakupovala okrem vládnych dlhopisov členských krajín Eurosystemu aj dlhopisy európskych nadnárodných spoločností. Celková suma portfólia tohto programu ku koncu roku 2019 dosiahla 2,1 bil. €. Druhé najväčšie portfólio tvoril program krytých dlhopisov, ku koncu roka 2019 so sumou 264 mld. €, ďalej program podnikových dlhopisov v sume 185 mld. € a program cenných papierov krytých aktívami v sume 28 mld. €. Úroveň celkovej poskytnutej likvidity ku koncu roka 2018 dosahovala historické maximum 3,4 bil. €, v roku 2019 mierne poklesla na 3,3 bil. €.

Dôvodom poklesu bolo najmä predčasné splatenie časti poskytnutých finančných prostriedkov v TLTRO II. Podiel dodanej likvidity prostredníctvom nákupného programu tvoril so 79 % naďalej majoritu a zvyšok dopĺňali menovopolitické operácie. Zároveň, na zmiernenie negatívnych dôsledkov nákupného programu na trh cenných papierov, Eurosystem pokračoval v požičovaní cenných papierov prostredníctvom tzv. securities lending.

Graf 12
Program nákupu aktív (mil. EUR)



Zdroj: ECB, výpočty NBS

Úprava menového výhľadu – forward guidance

Dôležitou súčasťou menového inštrumentária bol **forward guidance**, ktorý Rada guvernérov využívala na signalizáciu budúceho vývoja kľúčových úrokových sadzieb a horizontu reinvestícií. Počas roka Rada guvernérov dvakrát – v marci a v júni, posunula výhľad zotrvania kľúčových

sadzieb na nezmenených úrovniach, a to minimálne do konca roka 2019, resp. počas prvého polroka 2020. V druhom prípade pripustila aj možnosť nižších sadzieb. Následne, v septembri 2019 Rada guvernérov so znížením DFR (Úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody) odstránila z forward guidance dátumovú indikáciu a výhľad kľúčových sadzieb naviazala na dostatočnú konvergenciu inflácie k inflačnému cieľu. Zároveň zaviedla forward guidance na očakávanú dĺžku trvania nákupného programu, ktorý sa má ukončiť krátko pred tým, ako Rada guvernérov začne so zvyšovaním sadzieb. Rada guvernérov využívala túto priamu komunikáciu výhľadu nielen na ovplyvňovanie očakávaní vývoja krátkodobých úrokových sadzieb, ale tento záber rozšírila aj na dlhší horizont.

Rada guvernérov zaviedla opatrenie na podporu pozitívneho vplyvu záporných úrokových sadzieb na transmisný mechanizmus menovej politiky vyplývajúce z potreby dlhšieho obdobia trvania záporných úrokových sadzieb

Od októbra 2019, resp. od začiatku 7. periódy povinných minimálnych rezerv začal Eurosystem implementovať **dvojstupňový systém úročenia rezerv bánk**, tzv. tiering. Keďže rezervy bánk presahujúce povinné minimálne rezervy boli úročené úrokovou sadzbou pre depozitnú facilitu, teda zápornou sadzbou, Rada guvernérov považovala za potrebné zabezpečiť pokračujúci pozitívny vplyv záporných sadzieb na transmisný mechanizmus menovej politiky. Prostredníctvom uplatnenia dvojstupňového systému úročenia rozhodla o vyňatí 6-násobku povinných minimálnych rezerv zo záporného úročenia, t. j. približne 800 mld. € z celkových prebytočných rezerv 1,8 bil. €. Denné doladenie likvidity bankového sektora bolo zabezpečené **jednodňovými refinančnými a sterilizačnými obchodmi, tzv. standing facilities**. Kým bol záujem o jednodňové refinancovanie blízky nule, najmä vzhľadom na masívny prebytok likvidity v európskom bankovom sektore, banky naďalej intenzívne deponovali voľnú likviditu na depozitnú facilitu. V porovnaní s koncom roka 2018 však úložky vo významnej miere poklesli z približne 650 mld. € na 250 mld. €, a to kvôli lokálnemu aj cezhraničnému prerozdeleniu voľnej likvidity vyvolanej systémom tiering.

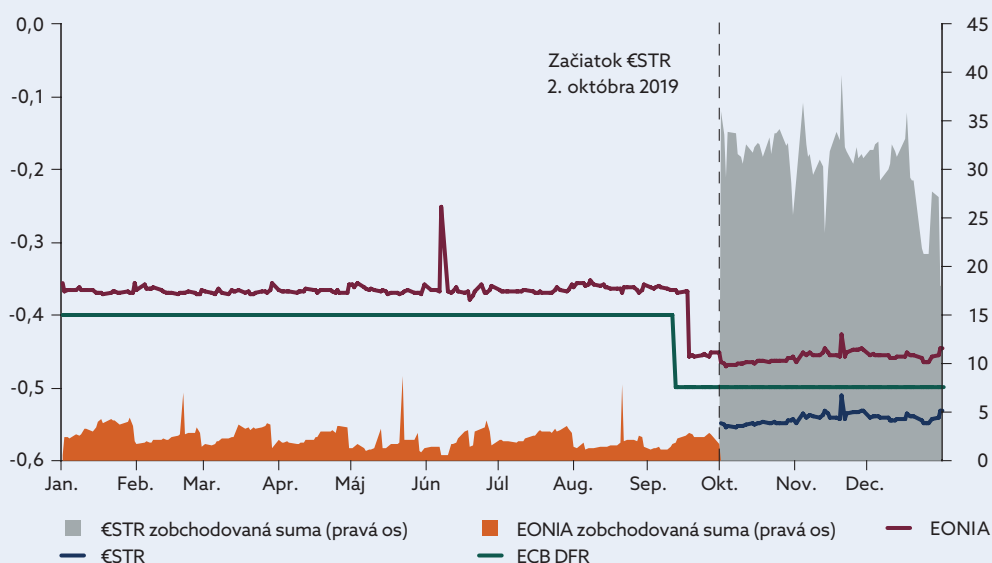
Box 1

Krátkodobá úroková sadzba €STR

Rada guvernérov ECB rozhodla v roku 2017 o vytvorení novej krátkodobej úrokovej sadzby, ktorá mala pôvodne slúžiť ako doplnok k existujúcim benchmarkom. Po dvojročnej príprave začala ECB 2. 10. 2019 na dennej báze zverejňovať úrokovú sadzbu s názvom €STR, ktorú stanovuje z uskutočnených obchodov na peňažnom trhu eurozóny. Z obsahového hľadiska táto sadzba reprezentuje náklady bánk so sídlom v eurozóne na získanie – nákup jednodňových nezabezpečených zdrojov v eurách na veľkoobchodnom peňažnom trhu eurozóny. Výpočet sadzby zastrešuje ECB, a to na dennej báze z uskutočnených obchodov za predchádzajúci pracovný deň, ktoré sa považujú za obchody uskutočnené v bežných trhových podmienkach, čím sa objektívne vyjadrujú aktuálne trhové sadzby. Medzi kľúčovými úrokovými sadzbami ECB a úrokovou sadzbou €STR je zásadný rozdiel, keďže o výške kľúčových úrokových sadzieb rozhoduje Rada guvernérov ECB na svojich menovopolitických zasadnutiach. €STR je váženou priemernou úrokovou sadzbou z uskutočnených trhových transakcií.

Graf 13

Vývoj úrokových sadzieb EONIA a €STR v roku 2019 (% , mld. EUR)



Zdroj: Bloomberg, ECB, výpočty NBS

V máji 2018 administrátor úrokovej sadzby EONIA (Európsky inštitút peňažných trhov) oznámil, že revízia EONIA sadzby v záujme jej zosúladenia s európskou benchmarkovou reguláciou nebola úspešná. Na odporúčanie najvýznamnejších zástupcov európskeho bankového sektora majú trhoví účastníci nahradiť zanikajúcu úrokovú sadzbu EONIA novou úrokovou sadzbou €STR. Napriek tomu, že je medzi týmito dvoma sadzbami via-

cero technických rozdielov, obe reprezentujú výšku jednodňovej trhovej úrokovej sadzby pre nezabezpečené obchody v eurách. €STR je však reprezentatívnejšia, keďže jej výpočet vychádza z obchodov v rozsahu približne 30 mld. €, kým suma obchodov, z ktorej bola určovaná EONIA, dosahovala len približne 2 mld. €. Denným zverejňovaním €STR sa súčasne zmenila metodológia sadzby EONIA, ktorá sa dočasne počíta ako fixné rozpätie 8,5 bázičného bodu pripočítané k €STR. Stanovovanie EONIA sadzby sa 3. 1. 2022 trvalo ukončí. Dôvodom postupu dočasného zverejňovania upravenej EONIA sadzby je poskytnúť trhovým subjektom dostatočne dlhé obdobie na proces prechodu medzi EONIA a €STR sadzbou. Vývoj úrokových sadzieb EONIA a €STR v roku 2019 dokumentuje graf č. 13.