

# **Opatrenia ECB na podporu úverovania a likvidity na peňažnom trhu eurozóny počas globálnej krízy**

ECB measures to support lending and liquidity in the euro area money market during the global crisis

Viera MALACKÁ

## **Abstrakt**

Peňažný trh (PT) a likvidita sú základnými faktormi pre zabezpečenie fungovania bankového sektora. PT plní významnú úlohu v transmisnom mechanizme centrálnych bánk, všetky zmeny a rozhodnutia v menovej politike majú okamžitý vplyv na PT a prenášajú sa do reálnej ekonomiky. Prostredníctvom PT centrálné banky uskutočňujú rovnomerné rozloženie likvidity v závislosti od situácie na trhu. Dôsledky globálnej finančnej krízy sa plne odrážajú v operáciách menovej politiky centrálnych bánk. Od začiatku krízy je snahou ECB obnovenie dôvery a rovnováhy na PT eurozóny a zabezpečenie potrebnej likvidity. Za týmto účelom ECB prijala viaceré neštandardné opatrenia. Cieľom príspevku je posúdiť účinnosť opatrení ECB počas krízy v súvislosti so zabezpečením dostatočnej likvidity na PT eurozóny.

## **Abstract**

Money market and liquidity are essential factors for ensuring the functioning of the banking sector. The money market plays an important role in the transmission mechanism of Central banks, any change in the monetary policy decisions has an immediate impact on the money market and is transmitted to the real economy. Through the money market, central banks implement uniform distribution of liquidity, depending on the situation on the interbank market. Consequences of the global financial crisis are fully reflected in the monetary policy of central banks. Since the beginning of the crisis, the ECB has strived for restoring confidence and balance in the Euro area money market and provided the necessary liquidity in the market. To this end, the ECB has adopted a number of non-standard measures. The aim of this paper is to assess the effectiveness of the ECB measures during the crisis in terms of providing sufficient liquidity to the Euro area money market.

## **Key words**

Money market, liquidity, non-standard measures of the ECB

Vedecký časopis FINANČNÉ TRHY, Bratislava,  
Derivat 2015, ISSN 1336-5711, 4/2015

## **JEL Classification**

E 41, E 43

## **Úvod**

Na medzibankovom trhu sa prerozdeľuje likvidita dodávaná centrálnou bankou. Dôvodom realokalizácie je vyrovnanie očakávaných i neočakávaných jednodňových nerovnováh v likvidite. Dôvodom obchodovania je aj špekulačný motív bánk. V eurozóne je ďalším dôvodom realokalizácie heterogenita bánk, ktorá sa prejavuje v rozdielnych nákladoch bánk v refinančných operáciách s ECB. Rozdielne náklady vznikajú v dôsledku toho, že refinančné operácie ECB sa realizujú vždy s primeraným kolaterálom a náklady bánk na ich držbu v rámci eurozóny sú značne odlišné. [1]

Zlyhanie na medzibankovom trhu v čase krízy spôsobuje strategické správanie bánk s prebytkom likvidity, ktoré majú motív získať dodatočnú likviditu prostredníctvom operácií na voľnom trhu a získanú likviditu následne hromadiť, alebo poskytujú bankám s nedostatkom likvidity. [2] Charakteristika dlžníka, ako je jeho rating, kapitál či veľkosť, majú v období krízy významnú úlohu, pretože im umožňuje lepšie úverové podmienky. [3] Vzťahy medzi bankami a ich správanie v období globálnej krízy do určitej miery prispeli k anticipácii finančnej krízy. [4]

ECB sa snaží dosiahnuť svoj primárny cieľ, teda cenovú stabilitu riadením a usmerňovaním menovej politiky a využívaním nástrojov menovej politiky. Ide najmä o nastavenie kľúčových úrokových sadzieb, ktoré predstavujú základ pre tvorbu všetkých druhov úrokových sadzieb, či už ide o krátkodobé úrokové sadzby PT, alebo dlhodobé úrokové sadzby kapitálového trhu. Úrokové sadzby sa tak premietajú do reálnej ekonomiky a ovplyvňujú ju. ECB skúma a analyzuje rôzne indikátory so zámerom identifikovať prípadné problémy v tomto procese a realizuje opatrenia na elimináciu problémov vo fungovaní transmisného mechanizmu. Uskutočňuje analýzu rôznych ukazovateľov, najmä menových agregátov a ich zložiek a objemu poskytnutých úverov a stavu likvidity na PT. Od začiatku finančnej krízy bol transmisný mechanizmus viackrát narušený a ECB so zámerom jeho obnovy a eliminácie vzniknutých problémov reagovala prijatím rôznych opatrení - nekonvenčných opatrení menovej politiky, znižovaním úrokových sadzieb, či zmenou komunikačnej stratégie.

## **1 Neštandardná menová politika ECB**

Problémy na finančných trhoch spôsobili vysoký nárast dopytu po likvidite na PT a zároveň volatilitou medzibankových úrokových sadzieb. ECB v snahe o zmiernenie negatívnych dopadov krízy a obnovenie funkčnosti transmisného mechanizmu menovej politiky a fungovania medzibankového trhu začala prijímať neštandardné opatrenia. S cieľom zmiernenia napätia na PT a zníženia rizík sa ECB stala hlavným zdrojom refinancovania bánk. Napriek zníženým úrokovým sadzbám pretrvával na trhu nedostatok likvidity. ECB preto pristúpila k ďalším nadštandardným opatreniam na stimuláciu bankového sektora a poskytovaní úverových prostriedkov v záujme stimulovať reálnu ekonomiku a prekonať nedôveru na medzibankovom trhu. Úverový kanál nefungoval dostatočne a situácia na trhu sa nezlepšila. Nepodarilo sa doplniť likvidné prostriedky do reálnej ekonomiky a pomôcť tak jej oživeniu. Príčinou bol nízky dopyt ekonomických subjektov po úveroch v časoch neistoty, vysoká nezamestnanosť, rast zadlženosti viacerých krajín EÚ a tiež zhoršené výhľady rastu ekonomiky.

### **1.1 Zmena úrokovej politiky ECB**

V rámci neštandardných opatrení je úroková politika najvýznamnejšia. Zmeny v kľúčových sadzbách ECB boli prvými opatreniami, ktoré realizovala od prvých prejavov krízy na PT, keď sa objavila nedôvera medzi účastníkmi trhu a nedostatok likvidity. Kľúčové úrokové sadzby stanovené Radou guvernérov ECB tvoria tri druhy sadzieb. Ide o sadzbu pre hlavné refinančné operácie (MRO – Main Refinancing Operations), sadzbu pre jednodňové sterilizačné operácie a sadzbu pre jednodňové refinančné operácie. Kľúčové úrokové sadzby sú základom pre bankový sektor a tiež sa od nich odvíjajú ostatné úrokové sadzby na finančnom trhu. Fixná sadzba pre hlavné refinančné operácie stanovená od vzniku Eurosystemu bola koncom júna 2000 zmenená na variabilnú úrokovú sadzbu a ECB rozhodovala o jej minimálnej hodnote. Po vypuknutí finančnej krízy sa na trhu stratila likvidita a dopyt po likvidite zo strany komerčných bánk bol vysoký. ECB začala uplatňovať nekonvenčnú menovú politiku a od októbra 2008 zmenila variabilnú úrokovú sadzbu pre MRO na fixnú sadzbu. Uplatňovanie fixnej úrokovej sadzby v tendroch MRO bolo reakciou na vysoké úrokové sadzby ponúkané bankami v tendroch v záujme získania potrebnej likvidity. Refinancovanie bánk sa realizovalo s plným akceptovaním ponúk. [5]

Od začiatku krízy v roku 2007 ohrozovali cenovú stabilitu v strednodobom horizonte viaceré riziká a ECB uskutočňovala svoju menovú politiku v zvláštnom režime. V snahe odvrátiť

inflačné tlaky rozhodla o zvýšení sadziieb v rokoch 2007 a 2008. Už v závere roka 2008 pristúpila k zníženiu úrokových sadziieb a ich stabilizácii v ďalšom období v záujme eliminovať nedostatok likvidity a oživiť ekonomiku. Znižovanie kľúčových sadziieb neprinieslo žiadany efekt. ECB koncom roka 2011 rozhodla o ďalšom znížení sadziieb v snahe zabezpečiť stabilný medzibankový trh.

Sadzba pre MRO je strednou hodnotou medzi sadzbami pre jednodňové refinančné a jednodňové sterilizačné operácie. Tieto predstavujú základ pre stanovenie jednodňových trhových sadziieb PT. Finančná kríza a s ňou súvisiace problémy na finančných trhoch ovplyvnili nielen vývoj kľúčových sadziieb, ale zároveň aj rozpätie medzi týmito tromi sadzbami. Spread medzi jednodňovými sadzbami bol do októbra 2008 na hodnote 200 bázických bodov. Do januára 2009 sa toto rozpätie znížilo na polovicu, t. j. na 100 bázických bodov a spread medzi jednodňovou refinančnou sadzbou a sadzbou pre MRO a tiež spread medzi sadzbou pre MRO a jednodňovou sterilizačnou sadzbou bol rovnaký, t. j. 50 bázických bodov. Na krátke obdobie (január – máj 2009) bolo obnovené rozpätie 200 bázických bodov. Od mája 2009 ECB určila spread obojsmerne od sadzby pre MRO na 75 bázických bodov, t. j. 150 bázických bodov medzi sadzbami pre jednodňové automatické operácie.

Od októbra 2008 do mája 2009 ECB rozhodla o znížení hlavnej úrokovej sadzby o 325 bázických bodov na úroveň 1,00 %. Sadzba bola ponechaná na tejto úrovni do roku 2011, kedy finančné trhy opäť zasiahla nedôvera a dlhová kríza v Eurosysteme. Opäť bolo potrebné stabilizovať medzibankový trh a ECB prijala viaceré opatrenia.

Klesajúca inflácia v Eurosysteme znamenala vychýlenie od primárneho cieľa menovej politiky ECB. Koncom roka 2013 bola úroveň inflácie (HICP) pod úrovňou 1,0 %. ECB znovu pristúpila k zníženiu kľúčových sadziieb v máji a následne novembri 2013 a spread medzi sadzbami sa zúžil na 100, resp. 75 bázických bodov medzi sadzbami pre jednodňové automatické operácie. Od júla 2012 bola sadzba pre jednodňové sterilizačné operácie (depozitná sadzba) na úrovni 0,00 %, a tak by pokles kľúčových sadziieb znamenal pokles jednodňovej sterilizačnej sadzby na zápornú hodnotu. Z tohto dôvodu ECB zúžila spread medzi sadzbami, a to symetricky po 50 bázických bodov. V novembri 2013 ECB upravila uvedený spread asymetricky na 50 bázických bodov medzi sadzbou pre MRO a sadzbou pre jednodňové refinančné operácie a na 25 bázických bodov medzi sadzbou pre MRO a sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie.

V roku 2014 ECB zmenila kľúčové úrokové sadzby smerom nadol dvakrát, v júni a s platnosťou od 10. septembra prekvapivo znížila kľúčový úrok v eurozóne na nové historické minimum 0,05 %. ECB znížila aj sadzbu pre jednodňové refinančné operácie o 10 bázických bodov na 0,30 % a rovnako o 10 bázických bodov znížila aj depozitnú sadzbu, ktorá klesla hlbšie do negatívneho pásma na -0,20 % z júnovej hodnoty -0,10 %. ECB týmto spôsobom zareagovala na mimoriadne pomalý rast spotrebiteľských cien. Nízke úrokové sadzby zlacnili úvery a investície a podporili ekonomiku, čím sa tiež zvýšili inflačné tlaky. V roku 2015 nedošlo k žiadnej zmene v sadzbách, ECB ponechala tieto sadzby na historicky nízkych úrovniach.

## **1.2 Prvá vlna neštandardných opatrení**

ECB spočiatku predĺžila splatnosť MRO na 2 týždne. Bankový sektor prijal toto rozhodnutie pozitívne, ale čoskoro bola obnovená pôvodná týždenná splatnosť pri dopĺňaní likvidity.

ECB začala využívať dlhodobejšie financovanie (LTRO – Longer Term Refinancing Operations) a zvýšila objemy finančných prostriedkov v rámci dlhodobejších refinančných operácií. Zvýšila frekvenciu týchto operácií na dvojnásobok a doplnila ich o refinančné operácie mimo používanej mesačnej periódy. Neštandardné opatrenie sa týkalo aj predĺženia splatnosti LTRO na 6 mesiacov, pričom ECB ponechala aj špeciálne LTRO so splatnosťou 3 mesiace. Dôvodom pre ich zavedenie bolo rovnako obnovenie normálneho fungovania PT a doplnenia chýbajúcej likvidity bankám. Od zavedenia fixnej úrokovej sadzby pri štandardných tendroch nebol pri týchto operáciách vopred stanovený objem.

Ďalším neštandardným opatrením v rámci LTRO bolo zavedenie špeciálnych operácií s 12-mesačnou splatnosťou od mája 2009. Pri operáciách sa rovnako uplatňovala fixná sadzba pre MRO a plné vyrovnanie ponúk, ale v sadzbe bola započítaná aj prirážka k hlavnej refinančnej sadzbe podľa trhových podmienok v čase realizácie obchodu.

Operácie LTRO pomohli zvýšiť likviditu bankového sektora na dlhší čas, prispeli k zníženiu rizík s refinancovaním bánk a tvorbe rezerv a upevnili dôveryhodnosť medzi subjektmi na trhu.

ECB zaviedla aj novú splatnosť refinančných operácií – 38 dní a tiež v celej škále periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv (PMR). Na zabezpečenie ľahšieho prístupu bánk k refinančným prostriedkom Eurosystemu ECB rozšírila zoznam akceptovateľných aktív pri refinančných operáciách (od októbra 2008). Akceptovala aj cenné papiere s ratingom BBB-, zároveň doplnila tieto nástroje o bankové dlhopisy, ktoré sú obchodované na neregulovanom

trhu, ktorý ECB rešpektuje, ďalej o podriadené dlhové nástroje a trhové dlhové nástroje emitované v eurozóne a denominované v USD, GBP a JPY.

Európska investičná banka (EIB) sa na základe rozhodnutia ECB stala od júla 2009 akceptovateľnou zmluvnou stranou v operáciách menovej politiky Eurosystemu. Dôvodom tohto rozhodnutia bol zvýšený dopyt po úverových zdrojoch EIB. Zvýšená likvidita EIB mala pomôcť k oživeniu ekonomiky a vytvoreniu dodatočných investícií.

Zvýšený dopyt po likvidite bol zo strany bankového sektora nielen v eurách, ale aj v ďalších menách. ECB preto vytvorila swapové linky s centrálnymi bankami USA, Švajčiarska, Anglicka a Japonska v domácej mene uvedených krajín.

S cieľom obnoviť rovnováhu na medzibankovom trhu ECB zmenila spôsob vyrovnávania refinančných operácií. Od 15. októbra 2008 začala realizovať tendre s fixnou úrokovou sadzbou s plným uspokojením dopytu bánk.

Finančná kríza sa prejavila aj na trhu s dlhopismi. ECB prijala Program nákupu krytých dlhopisov (CBPP – Covered Bonds Purchase Programme) v máji 2009. Išlo o priamy nákup krytých dlhopisov<sup>1</sup> s cieľom znížiť trhové úrokové sadzby, zlepšiť likviditu na súkromnom trhu dlhopisov, uvoľniť podmienky financovania pre úverové inštitúcie a podnikateľské subjekty a podporiť úverové inštitúcie v úverovaní svojich klientov.

Kryté dlhopisy na rozdiel od iných cenných papierov (CP) krytých aktívami nezahŕňajú prevod úverového rizika podkladových aktív od emitenta k investorovi. Program akceptoval CP, ktorých emitentom boli úverové inštitúcie eurozóny, denominované v EUR a vhodné pre operácie menovej politiky ECB. Minimálna hodnota každej emisie krytých dlhopisov musela byť 500 mil. EUR, v osobitných prípadoch na základe posúdenia riadenia rizík a situácie na trhu príslušnou národnou centrálnou bankou, mohla byť hodnota emisie 100-500 mil. EUR. Kryté dlhopisy museli spĺňať podmienku minimálneho ratingu AA, resp. jeho ekvivalentu aspoň od jednej z hlavných ratingových agentúr. Hodnota odkúpených dlhopisov bola 60 mld. EUR, väčšina bola realizovaná zo sekundárneho trhu. Eurosystem bude držať odkúpené CP do splatnosti.<sup>2</sup>

Opatrenia prvej vlny neštandardných opatrení ECB mali pozitívny vplyv na likviditu a zníženie napätia na PT eurozóny. Spready na trhu sa znížili a boli na prijateľných hodnotách. Od decembra 2012 ECB uplatňovala tzv. exitovú stratégiu so zámerom postupne

---

<sup>1</sup> Kryté dlhopisy sú emitované bankami, umožňujú im prístup k dlhodobejšiemu financovaniu v porovnaní s refinancovaním sa prostredníctvom operácií ECB. Umožňujú im riadiť nesúlad splatnosti medzi aktívami a pasívami. Program CBPP trval do 30.6.2010.

<sup>2</sup> Splatnosť dlhopisov bola 3-7 rokov.

ukončovať neštandardné opatrenia menovej politiky. Obnovenie rovnováhy bolo znovu narušené v súvislosti s prehlbujúcim sa zadlžovaním niektorých krajín a neistota investorov rástla. Banky zvýšili rizikové prirážky a opäť sa zvýšil dopyt na refinancovanie bánk prostredníctvom ECB.

### **1.3 Druhá vlna neštandardných opatrení ECB**

Kríza vládnych dlhov niektorých krajín, najmä krajín PIIGS<sup>3</sup> spôsobila prerušenie výstupovej stratégie a obnovenie realizácie niektorých neštandardných opatrení prvej vlny. Trojmesačné úrokové sadzby medzibankového trhu boli na nízkych hodnotách, a tak dopyt bánk po refinancovaní prostredníctvom dlhodobějších operácií (LTRO) sa zvýšil. ECB predĺžila realizáciu operácií prostredníctvom tendrov FRFA (Fixed Rate Full Allotment). [6]

V tom období došlo opäť k poruchám v prenose transmisného mechanizmu menovej politiky. Bolo potrebné obnoviť fungovanie trhov s CP. Vládne dlhy a problémy na dlhopisovom trhu vybraných krajín riešila ECB zavedením Programu trhov s cennými papiermi (SMP – Securities Markets Programme).<sup>4</sup> Národné centrálné banky Eurosystemu mohli podľa ich percentuálneho podielu na základnom imaní ECB uskutočňovať priame zásahy na súkromných a verejných dlhopisových trhoch. Rovnako tak mohla urobiť i ECB s jednotlivými zmluvnými stranami. Národné centrálné banky mohli na sekundárnom trhu realizovať nákup akceptovateľných vládnych dlhopisov alebo dlhopisov emitovaných verejnými subjektmi krajín eurozóny a rovnako aj nákup dlhopisov súkromných emitentov z eurozóny, a to na primárnom i sekundárnom trhu. Program pomohol najmä bankám, ktoré vo svojom portfóliu držali dlhopisy problémových krajín eurozóny. Ich predajom Eurosystemu sa zbavili rizika. ECB začala uskutočňovať sterilizačné dolad'ovacie operácie v snahe nezvyšovať likviditu na medzibankovom trhu a prijímala týždenné termínované vklady s týždenným objemom rovným nesplatenému objemu SMP. Sterilizačné opatrenia znamenali nulový čistý efekt dodania likvidity prostredníctvom intervenčných nákupov, na druhej strane predstavovali významnú pomoc nefunkčnému trhu.

V októbri 2011 uskutočnila ECB doplňujúcu ročnú LTRO so 181 protistranami, pričom akceptovala celý dopyt 56 934 mil. EUR. Počet zúčastnených protistrán bol nižší v porovnaní s predchádzajúcimi doplňujúcimi operáciami LTRO, pretože na trhu bola väčšia stabilita. Ako sme uviedli vyššie, od začiatku krízy ECB plne uspokojovala dopyt bánk pri MRO. Od 18.

---

<sup>3</sup> Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko

<sup>4</sup> Máj 2010

januára 2012 ECB znížila koeficient na tvorbu PMR na 1%. Opatrenie týkajúce sa tvorby PMR spolu s ďalším blokom neštandardných opatrení bolo reakciou na zhoršenú situáciu na globálnych finančných trhoch súvisiacu s negatívnym výhľadom vývoja verejných financií v USA a niektorých krajinách eurozóny.

V rámci BASEL III bolo prijaté opatrenie zvýšiť kapitálovú primeranosť bánk na 9 %. Zvýšená kapitálová primeranosť má podporiť finančnú stabilitu a vyhnúť sa nedostatku rezervných zdrojov v bankách. Zároveň sú do praxe implementované aj iné nástroje a zmeny, pričom dôraz sa kladie rovnako na kvalitu zdrojov.

K ďalším opatreniam, ktoré mali podporiť poskytovanie úverov a zvýšiť likviditu na PT v eurozóne, patrili aj špeciálne 36-mesačné operácie LTRO v decembri 2011 a februári 2012 s možnosťou predčasného čiastočného alebo úplného splatenia objemu finančných zdrojov po uplynutí jedného roka. Špeciálne operácie mali znížiť riziká a neistotu na trhoch a poskytnúť stabilné dlhodobejšie financovanie. ECB v týchto operáciách akceptovala plný dopyt a prideliť 1 332 bankám zdroje vo výške 1 018 722 EUR. Úroková sadzba bola na úrovni priemernej sadzby MRO počas celej doby splatnosti. Zúčastnené banky boli predovšetkým z Talianska a Španielska, ktoré za získané zdroje nakúpili štátne dlhopisy, resp. splatili staršie záväzky. Výnosnosť štátnych dlhopisov následne poklesla.

ECB dodávala likviditu na trh aj prostredníctvom Programu nákupu krytých dlhopisov CBPP2 v období od novembra 2011 do októbra 2012. Snahou ECB bolo podporiť úverové inštitúcie v úverovaní klientov. Stanovený objem zdrojov bol vo výške 40 mld. EUR. Išlo o kryté dlhopisy, ktoré boli emitované v sume min. 300 mil. EUR, s ratingovým hodnotením BBB- a max. zostatkovou splatnosťou 10,5 roka. Kryté dlhopisy museli spĺňať podmienku akceptovateľnosti Eurosystemu. V 2012 bol program uvoľnený a celkový objem nakúpených krytých dlhopisov CBPP2 na emisnom a sekundárnom trhu dosiahol výšku iba 16,39 mld. EUR. Prevažoval podiel dlhopisov zo sekundárneho trhu (63,3 %). ECB prostredníctvom uvedených programov nákupu dlhopisov (CBPP, CBPP2 a SMP) dodala likviditu na PT eurozóny v priemernej výške 279,8 mld. EUR.

V auguste 2012 ECB prijala ďalšie neštandardné opatrenie v podobe Programu priamych menových transakcií (OMT – Outright Monetary Transactions), ktoré predstavovali transakcie so štátnymi dlhopismi na sekundárnych trhoch. Cieľom tohto opatrenia bola podpora fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky. Tieto transakcie majú byť uplatnené v prípade krajín s programom EFSF/ESM. Podmienkou na ich realizáciu bude dôsledné uskutočňovanie reformných plánov krajín a tiež prísne dodržiavanie rozpočtových



pravidiel. Ide o 1-3 ročné štátne dlhopisy bez kvantitatívneho obmedzenia. Podobne ako pri programe SMP bude dodaná likvidita v plnom objeme z trhu sterilizovaná. Napriek tomu, že transakcie OMT dosiaľ neboli použité, samotné vyhlásenie o tomto programe znížilo riziko, neistotu a napätie na finančných trhoch a prejavilo sa v poklese výnosnosti štátnych cenných papierov najmä v problémových krajinách.

V júli 2013 ECB prijala opatrenie týkajúce sa zmeny v komunikačnej stratégii. Začala uplatňovať metódu signalizovania menovej politiky formou tzv. forward guidance. Išlo o reakciu na neustále zmeny a volatilitu sadzieb na PT eurozóny. ECB týmto krokom chcela sprehľadniť budúce smerovanie menovej politiky pre účastníkov trhu. Vyhlásenie ECB okamžite spôsobilo pokles medzibankových úrokových sadzieb EONIA a EURIBOR a viedlo k trvalému poklesu neistoty ohľadne vývoja krátkodobých sadzieb a ich volatility.

Cieľom neštandardných opatrení ECB prijatých v predchádzajúcom období bolo eliminovať negatívne dopady krízy na jednotlivé segmenty finančného trhu. Opatrenia prijaté v rokoch 2013-2014 mali nielen podporiť úverovanie nefinančných subjektov, ale zároveň pomôcť v boji proti hroziacej deflácií. V máji 2014 bola inflácia na úrovni len 0,5 %, teda hlboko pod inflačným cieľom 2 %. ECB prijala nové štandardné a neštandardné opatrenia týkajúce sa zmien v úrokovej politike (viď 1.1) [7]. Začala s penalizáciou dobrovoľných rezerv nad výšku PMR v podobe zápornej úrokovej sadzby. ECB zaviedla nové refinančné operácie TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) s účelom poskytovania bankových úverov nefinančným subjektom eurozóny okrem kúpy nehnuteľností a pozastavila sterilizáciu likvidity dodanej v rámci programu SMP určenej na 10. jún 2014. Boli prijaté dva programy – ABSP (ABS Purchase Programme) a Program nákupu krytých dlhopisov CBPP3. Posledným neštandardným opatrením je program PSPP (Public Sector Purchase Programme).

Od 9. marca 2015 ECB prostredníctvom kvantitatívneho uvoľňovania realizuje kombinovaný nákup cenných papierov súkromného a verejného sektora v celkovej hodnote 60 mld. EUR, a to s mesačnou periodicitou.

## **2 Nadmerná likvidita na medzibankovom PT eurozóny**

ECB využíva všetky nástroje menovej politiky na efektívne riadenie likvidity na PT, pričom uplatňuje koncept neutrálneho pridelovania likvidity, ktorý prispieva k vytvoreniu rovnovážnych podmienok likvidity na trhu a k riadeniu krátkodobých sadzieb na úrovni blízko minimálnej sadzby pre MRO. Kľúčovú úlohu pri signalizovaní zámerov menovej politiky majú operácie na voľnom trhu, ktoré sa uskutočňujú na základe iniciatívy národných

centrálnych bánk. ECB prostredníctvom týchto operácií riadi likviditu na PT a zároveň aj úrokové sadzby.

## **2.1 Likvidita na PT eurozóny v štandardných podmienkach [5]**

V štandardných predkrízových podmienkach uskutočňovala ECB najmä dva typy refinančných operácií – hlavné refinančné operácie a dlhodobejšie trojmesačné refinančné operácie. ECB akceptovala agregátny dopyt v MRO do výšky tzv. benchmarku pridelenia, ktorý predstavuje poskytnutie optimálnej sumy refinančných prostriedkov v MRO na zabezpečenie bezproblémového plnenia PMR do realizácie ďalšej MRO. Situácia na PT bola stabilná v dôsledku optimálnej realizácie obchodov na voľnom trhu. Neistota vo financovaní očakávaných likvidných tokov bánk sa odstránila odhadovaním nákladov, ktoré boli spojené so zabezpečovaním prostriedkov, a tak banky nemuseli mať k dispozícii viac finančných zdrojov, ako boli ich aktuálne likvidné potreby.

V štandardných podmienkach sa obchodovanie uskutočňovalo medzi obmedzeným okruhom protistrán. Medzi ECB a menšími bankami vystupovali ako sprostredkovatelia najvýznamnejšie banky, ktoré ako materské banky poskytovali finančné prostriedky v rámci svojej bankovej skupiny dcérskym spoločnostiam, čím zvyšovali efektívnosť medzibankového trhu. V predkrízovom období počet účastníkov v MRO bol 300 bánk.

## **2.2 Likvidita na PT eurozóny v neštandardných podmienkach [8-13]**

V období do roku 2007 bol na PT eurozóny stabilný vývoj likvidity v bankovom sektore. Zaznamenané boli len mierne krátkodobé výkyvy, či už v podobe mierneho nedostatku, resp. prebytku likvidity. V roku 2007 došlo k zmenám v likvidite krátkodobého charakteru, tieto už boli vo väčšom objeme ako dôsledok prvých náznakov problémov na finančných trhoch.

Pod vplyvom napätia na finančných trhoch ECB pravidelne prehodnocovala a upravovala postupy pri tvorbe menovo-politických opatrení, aby zmiernila vplyv finančnej krízy a riešila nedostatok likvidity bankového sektora. Dopyt bánk po likvidite sa výrazne zvýšil a zároveň v dôsledku nedôvery na trhoch bola limitovaná obchodná aktivita. V roku 2008 sa začala turbulencia spreadu medzi trojmesačnou sadzbou EURIBOR a jednodňovou sadzbou EONIA. Hodnota spreadu je zväčša 10 percentuálnych bodov, v októbri 2008 sa dostala na úroveň 156 percentuálnych bodov. V záujme podpory likvidity na trhu a obnovenia dôvery medzi trhovými účastníkmi ECB pristúpila k znižovaniu kľúčových úrokových sadzieb. Zníženie úrokových sadzieb ako reakcia na zvýšené napätie na finančných trhoch nebolo postačujúce

opatrenie a banky sprísňovali podmienky na poskytnutie úverov podnikom a domácnostiam. V záujme posilnenia funkčnosti transmisného mechanizmu ECB prijala viaceré nadštandardné opatrenia (1.2., 1.3.).

Výrazná zmena na PT eurozóny nastala v počte zúčastnených strán v operáciách s ECB. Ku koncu 2008, keď sa kríza naplno prejavila, vzrástol počet protistrán na takmer 900. ECB zmenila aj pridelovanie refinančných prostriedkov v MRO, akceptovala agregátny dopyt mierne nad benchmarkom. V dôsledku narušenia predchádzajúcej štruktúry dĺžok splatnosti likvidity v bankovom sektore operácie LTRO získali charakter MRO.

ECB zúžila koridor úrokových sadziieb automatických operácií z pôvodného rozpätia 200 bázičných bodov na polovičnú hodnotu. Zúžením tohto koridoru nebolo pre banky zaujímavé vstupovať na PT, keďže prémie za zrealizovanie transakcií bola veľmi nízka v porovnaní s operáciami ECB. Banky preto nahradzovali nezobchodované (voľné) prostriedky na PT nárastom refinancovania. Vyššie čerpanie prostriedkov z refinančných operácií a pretrvávajúca nedôvera medzi účastníkmi mali za následok výrazný útlm obchodov na voľnom trhu.

Bankový sektor sterilizoval až 30 % z celkových refinančných zdrojov účasťou v jednodňových sterilizačných operáciách. Vysoký podiel využitia týchto nástrojov signalizovalo, že peňažný trh nezabezpečoval optimálne rozdeľovanie a prerozdeľovanie voľných prostriedkov medzi účastníkov trhu. Postupne sa tak zvyšovala úloha ECB ako sprostredkovateľa na PT.

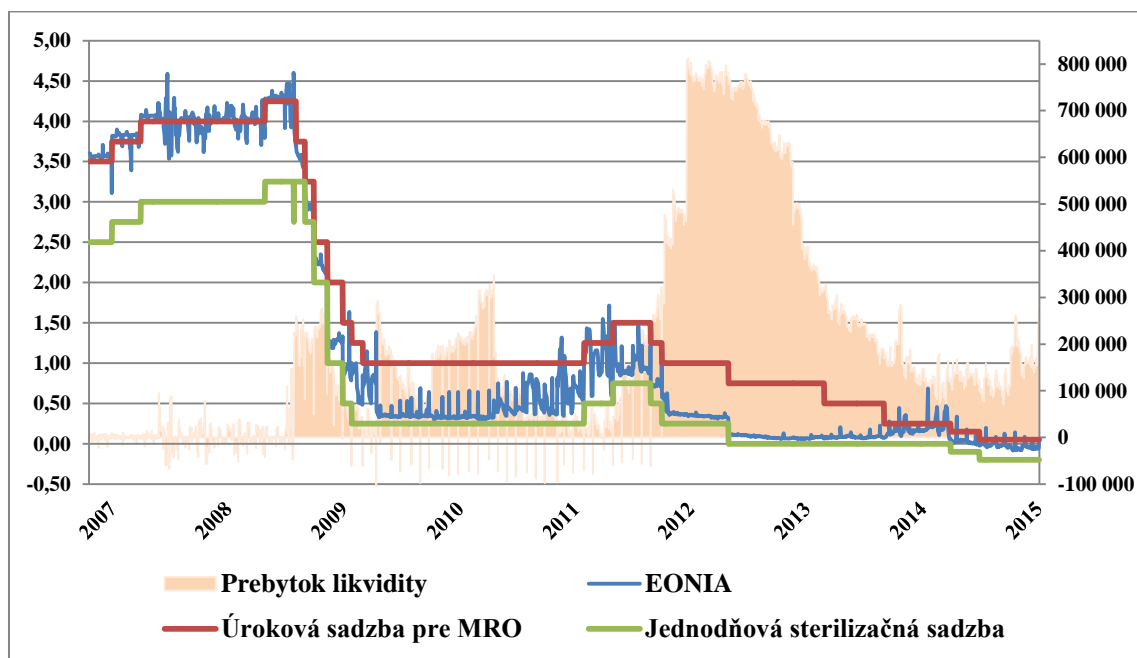
Bankový sektor disponoval v roku 2009 značným prebytkom likvidity, ktorý získal z refinančných operácií v roku 2008. Banky aj naďalej využívali možnosť sterilizovania neumiestnených voľných prostriedkov na účtoch ECB (vyše 300 mld. EUR). Obchodovanie na trhu mierne vzrástlo vďaka rozšíreniu úrokového koridoru automatických operácií na pôvodnú hodnotu 200 bázičných bodov. Rozšírenie koridoru následne znížilo refinancovanie o približne 200 mld. EUR. Bankový sektor aj napriek značnému odčerpaniu refinančných zdrojov disponoval i naďalej prebytkom likvidity. K jej výraznejšiemu zníženiu došlo po oznámení zámeru ECB realizovať ročné operácie. ECB prostredníctvom ročných operácií ponúkla trhovým účastníkom atraktívnu dĺžku splatnosti, ktorú nebolo možné zobchodovať na PT. Úroková sadzba bola pre banky tiež výhodná, pretože sa neočakávali úpravy kľúčových sadziieb ECB. Ročné operácie pomohli redukovať riziká súvisiace s financovaním likvidných potrieb bánk a tiež vytvorili rezervy na podporu zvýšenia dôvery medzi trhovými účastníkmi. Napätie na trhu sa uvoľnilo a zvýšila sa ochota bánk poskytovať úvery, čo prispelo k oživeniu

ekonomiky v eurozóne. Poskytnuté ročné zdroje vo výške 442 mld. EUR zvýšili refinancovanie na úroveň 900 mld. EUR. Prístup k dočasne voľným prostriedkom sa nezmenil, aj po dodaní ročnej likvidity sa naďalej uskutočňovali obchody medzi menej rizikovými bankami.

Z dôvodu mierneho uvoľnenia napätia na PT pristúpila ECB k výstupovej stratégii, teda postupnému ukončeniu opatrení mimo štandardného rámca menovej politiky. Obnovenie obchodovania narušila situácia spojená so zlým stavom verejných financií niektorých krajín eurozóny a s tým súvisiace zvýšené obavy investorov. Transakcie s protistranami z týchto krajín hodnotili banky ako viac rizikové a stanovili limity obchodov s nimi v záujme znížiť riziko návratnosti poskytnutých prostriedkov. Menej rizikové banky s nedostatkom možností umiestniť voľné prostriedky na medzibankovom trhu využívali jednoduchové sterilizačné operácie ECB. Rizikovejšie banky sa viac zúčastňovali na refinančných operáciách, ktorých objem znovu vzrástol. Dopyt po MRO sa zvýšil z historického minima 50 mld. EUR a podielu 7 % na dvojnásobok. Ani po schválení záchranného programu pre Grécko neprišlo k zníženiu napätia na trhu, lebo investori spochybňovali účinnosť opatrenia.

V roku 2010 došlo k nárastu podielu kratších refinančných zdrojov nad 30 %, postupne sa znížili z 200 na 155 mld. EUR. Trojmesačná trhová úroková sadzba (EURIBOR) bola iba o 10 bázických bodov nižšia ako kľúčová sadzba, a tak mali banky väčší záujem na účasti na 3-mesačnej operácii. Podstatná časť prebytku likvidity sa odčerpala, a tým sa obchodovanie na PT oživilo. Aktívnejšie boli najmä banky, ktoré mali pokryté svoje likvidné potreby z predchádzajúcej ročnej operácie ECB. Napriek značnému oživeniu obchodovania banky z problémových krajín nemali zlepšený prístup k trhovým podmienkam a aj naďalej sa refinancovali prostredníctvom ECB.

**Graf 1:** Vývoj EONIA, kľúčových sadziieb ECB (v %) a nadmernej likvidity (v mil. EUR)



Zdroj: vlastné spracovanie podľa <http://www.emmi-benchmarks.eu> a <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/res/html/index.en.html>

Bankový sektor bol od augusta 2011 vysoko prebytkový, a tak vzrástol objem jednodňových sterilizačných obchodov. Koncom roka bol zaznamenaný rekord jednodňovej sterilizačnej operácie na úrovni 452 mld. EUR. Banky v eurozóne dosiahli vysokú likviditu novou 3-mesačnou operáciou LTRO, ktorou získali 489 mld. EUR. Veľký počet zúčastnených bánk na dvoch 36-mesačných operáciách ECB v 2011 a 2012 bol nielen z dôvodu veľmi výhodnej úrokovej sadzby (rovnej priemernej kľúčovej sadzbe počas nasledujúcich troch rokov), ale bol zapríčinený tiež menej prísnyimi pravidlami na akceptovateľné aktíva ako zábezpeku úveru. Banky využili rozšírený zoznam akceptovateľných aktív použiteľných v refinančných operáciách a ponúkli ako kolaterál aj zmluvy o hypotekárnych úveroch a firemných úveroch. V dôsledku uvoľnených pravidiel sa operácií zúčastnili aj banky, ktoré za štandardných podmienok neboli schopné splniť prísne požiadavky na kolaterál. Bankový systém eurozóny vykazoval po 36-mesačných LTRO obrovský, do tých čias nezaznamenaný prebytok likvidity. V decembrovej operácii bolo alokovaných 489 mld. EUR a vo februárovej 529 mld. EUR. Nadmerná likvidita na trhu je definovaná ako vklady na depozitnej facilitě<sup>5</sup> po odpočítaní objemu jednodňovej refinančnej operácie + držba na bežných účtoch nad rámec

<sup>5</sup> Jednodňové sterilizačné operácie

PMR. Nadmerná likvidita v eurozóne dosiahla maximum v marci 2012 vo výške 812 mld. EUR, ale prebytok už zaznamenal klesajúci trend vďaka zlepšeniu trhových podmienok a klesajúcej averzii k riziku. Tieto faktory prispeli k zníženiu preventívnych likvidných vankúšov v bankách. Prebytok likvidity pretrvával vzhľadom na segmentáciu na trhu a tiež v dôsledku regulačných obmedzení. Išlo najmä o aplikáciu regulačných podmienok BASEL III v oblasti riadenia kapitálu bánk a požiadaviek na krátkodobé i dlhodobé likvidné prostriedky<sup>6</sup> (pomerové ukazovatele LCR - Liquidity Coverage Ratio - a NSFR – Net Stable Funding Ratio).

V 2013 došlo v bankovom sektore eurozóny k postupnému poklesu prebytku likvidity. K jeho poklesu prispelo viacero faktorov, jedným z nich bola spomínaná možnosť predčasného splácania 36-mesačných zdrojov. Po roku od uskutočnenia operácii pri prvej možnosti predčasného splatenia bankový sektor vrátil ECB 28 % prostriedkov získaných z prvej refinančnej operácie a 12 % z februárovej refinančnej operácie. V dôsledku uplatňovania zápornej sterilizačnej sadzby boli banky nútené využívať voľné zdroje iným spôsobom, jednak v rámci úverovania ekonomických subjektov, alebo na nákup dlhopisov v rámci programov ECB. [14]

## **Záver**

Finančná kríza bola od svojho vzniku sprevádzaná vymiznutím trhovej likvidity a banky mali problém získať potrebné zdroje. Medzibankový trh prestal byť schopný prerozdeľovať dočasne voľné zdroje a aktivita na trhoch sa zastavila. Táto skutočnosť mala za následok zvýšenie medzibankových úrokových sadzieb. Zvýšila sa úloha ECB na trhu, ktorej cieľom bolo štandardnými i neštandardnými opatreniami dosiahnuť zmiernenie napätia na trhu, poskytnúť bankovému sektoru potrebnú likviditu a stabilizovať medzibankové trhové úrokové sadzby. Akceptovaním plného objemu pri refinančných operáciách ECB zmiernovala situáciu na PT, rovnako aj zmenou časovej štruktúry LTRO operácií. Dôrazom na dlhších splatnostiach prispela k zmenám v objeme likvidity v bankovom sektore, dokonca i k tvorbe nadmernej likvidity, kedy ECB dodávala na trh viac likvidity, ako bankový sektor eurozóny potreboval.

Neštandardné opatrenia ECB za účelom dosiahnutia rovnováhy na trhu boli do istej miery úspešné. ECB uskutočnila mnohé operácie LTRO s dlhšou lehotou splatnosti, rovnako prijala aj zmeny v úrokovej politike – postupne znižovala kľúčové úrokové sadzby. Týmito

---

<sup>6</sup> Nové pomerové ukazovatele majú vstúpiť do platnosti v 2015, resp. 2019.

opatreniami poskytla potrebné zdroje bankovému sektoru a jej operácie boli bankami vnímané pozitívne ako atraktívne a veľmi využívané. Cieľom refinančných operácií ECB bolo, aby banky poskytovali získané zdroje svojim klientom. Táto transmisia dodávania likvidity na podporu úverovania bánk klientom nebola úspešná, pretože banky sprísnilo podmienky poskytovania úverov a hromadili likviditu vo svojich bilanciách a v podobe rekordných objemov na sterilizačných operáciách ECB. Banky preferovali bezpečnosť a ukladali dočasne voľné zdroje do jednodňových sterilizačných operácií. Nadmerná likvidita rástla na nevídané úrovne a pôsobila na znižovanie kľúčových úrokových sadzieb ECB. V roku 2014 ECB zaviedla zápornú sadzbu na jednodňové sterilizačné operácie v snahe zamedziť hromadeniu zdrojov v Eurosysteme a motivovať banky k úverovaniu ekonomiky. ECB realizuje uvoľnenú menovú politiku na odvrátenie rizika deflácie a v záujme podpory reálnej ekonomiky.

Článok je vypracovaný v rámci projektu VEGA (1/0124/14) “Úloha finančných inštitúcií a kapitálového trhu v riešení problémov dlhovej krízy v Európe”.

Ing. Viera Malacká, PhD.  
Katedra bankovníctva a medzinárodných financií  
Národohospodárska fakulta  
Ekonomická univerzita v Bratislave  
Dolnozemska cesta 1  
852 35 Bratislava, SR

### **Zdroje:**

[1] NEYER, U. – WIEMERS, J. 2003. *Why do we have an interbank Money market.* (online). Dostupné na: <http://repec.org/mmf04/27.pdf>

[2] ACHARYA, V. et.al. 2008. *Imperfect Competition in the Interbank Market for Liquidity as a Rationale for Central Banking* (online). Dostupné na: <http://www.newyorkfed.org/research/conference/2008/rmm/AchariaGrombYorulmazer.pdf>

[3] DE SOCIO, A. 2011. *The interbank market after the financial turmoil: squeezing liquidity in a „lemons market“ or asking liquidity „on tap“.* (online). Dostupné na: [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td11/td819\\_11/en\\_td819/en\\_tema\\_819.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/temidi/td11/td819_11/en_td819/en_tema_819.pdf)

- [4] BRAUNING, F., FECHT, F. 2012. *Relationship lending in the interbank market and the price of liquidity*. Frankfurt am Main. (online) Dostupné na: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion\\_Paper\\_1/2012/2012\\_09\\_07dkp\\_22.pdf?\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2012/2012_09_07dkp_22.pdf?_blob=publicationFile). ISBN 978-3-86558-840-1.
- [5] MALACKÁ, V. 2013. *Vybrané segmenty peňažného trhu*. Vydavateľstvo EKONÓM, Bratislava. ISBN 978-80-225-3512-9.
- [6] CHOVANCOVÁ, B. – MALACKÁ, V. – DEMJAN, V. - KOTLEBOVÁ, J. 2014. *Finančné trhy - transakcie a nástroje*. Wolters Kluwer, Bratislava. ISBN 978-80-8168-007-6
- [7] EUROPEAN CENTRAL BANK. 2014. *Pressed releases in 2014*. Dostupné na internete: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/index.en.html>.
- [8] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2009. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [9] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2010. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [10] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2011. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [11] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2012. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [12] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2013. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [13] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. 2014. *Výročná správa* (online). Dostupné na internete: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014sk.pdf>. ISSN 1830-3005.
- [14] EUROPEAN CENTRAL BANK. 2014. *Recent developments in excess liquidity and Money market rates*. In *Monthly Bulletin*. (online). 2014/01. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201401en.pdf>. ISSN 1725-2822.