



Účasť domácich bánk na operáciách menovej politiky ECB v roku 2014

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

Článok stručne sumarizuje aktivitu domácich bánk v eurozóne pri využívaní širšieho rámca menovopolitických operácií ECB a obchodovaní na peňažnom trhu eurozóne. Nezostáva však len pri zhodnotení participácie subjektov na národnej úrovni, zachytáva aj kľúčové rozhodnutia ECB a reakciu bánk eurozóne pri riadení likvidity na medzibankovom trhu aj prostredníctvom účasti v uskutočňovaných refinančných alebo sterilizačných tendroch.

¹ V počiatočných tendroch TLTRO banky eurozóny mohli čerpať maximálne 7 % z objemu poskytnutých úverov k 30. aprílu 2014.

Úvod

ECB stála začiatkom roku 2014 pred nezlepšujúcimi sa makroekonomickými výsledkami. Klesajúca inflácia vzdalujúca sa jej cieľovej úrovni a slabá úverová aktivita vyvolali u odbornej verejnosti očakávania, akým spôsobom na tieto nežiaduce makroekonomické javy ECB zareaguje. Podporiť poskytovanie úverov dodatočným uvoľnením menovej politiky prostredníctvom nižších kľúčových úrokových sadzieb sa zdalo byť vzhľadom na ich veľmi nízku úroveň už len symbolickým krokom bez zásadnejšieho vplyvu, hoci zavedením zápornej úrokovej sadzby by sa mohla časť voľnej likvidity dostať k subjektom s jej nedostatkom. O účinnosti takéhoto nástroja sa viedli polemiky, či to je pre európske banky dostačujúci impulz na prekonanie neochoty obchodovať s rizikovejšími subjektmi. Tým, že ECB vyčerpala priestor v uvoľňovaní menovej politiky prostredníctvom kvalitatívnych postupov (aj úrokovými sadzbami), očakávala sa jej orientácia smerom k výraznejšiemu využitiu kvantitatívnych opatrení.

Iným opatrením pri využití existujúceho inštrumentária mohlo byť poskytnutie zdrojov priamo vyčlenených na poskytovanie úverov. Najdiskutovanejším opatrením však bolo eventuálne pristúpenie ECB ku kvantitatívnemu uvoľneniu po vzore iných významných svetových menových autorít.

Dôležitou očakávanou udalosťou koncom roka boli výsledky záťažových testov, zhodnotenie kvality aktív (AQR) a začiatok fungovania jednotného mechanizmu dohľadu nad vybranými systémovo významnými európskymi bankami.

MENOVOPOLITICKÉ OPERÁCIE ECB

Účasť bánk eurozóny na menovopolitických operáciách ECB bola do značnej miery formovaná ďalšími mimoriadnymi opatreniami, ktoré mali kvalitatívne alebo kvantitatívne zameranie.

Banky eurozóny okrem možnosti pokračovať v predčasnom splácaní trojročných zdrojov mohli participovať okrem hlavných refinančných operácií (MRO) a trojmesačnej dlhodobšej refinančnej operácie (LTRO) aj na mimoriadnej cieľovej dlho-

dobejšej refinančnej operácii (TLTRO). Naopak, na refinančnej operácii so špeciálnou dĺžkou trvania (STRO) na dodanie likvidity na udržiavacie obdobie PMR a na sedemdnňovej doladovacej operácii na odčerpanie likvidity dodanej prostredníctvom programu pre trhy s cennými papiermi (SMP) sa mohli zúčastňovať len v prvom polroku, pretože ECB ich prestala vykonávať vzhľadom na ďalšie mimoriadne opatrenia prijaté v júni 2014. Refinančné operácie sa naďalej uskutočňovali s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov (FRFA), keď ECB rozhodla o ich predĺžení do konca roku 2016. V závere uplynulého roka ECB začala s tretím kolom nákupu krytých dlhopisov (program CBPP3) a po prvýkrát s nákupmi cenných papierov zabezpečených aktívami, a to na trhu cenných papierov krytých aktívami (program ABSPP). Tentoraz podmienky nastavenia programov umožňovali nákup krytých cenných papierov emitovaných tiež domácimi bankami.

ECB opätovne inovovala rámec operácií, ktorými poskytuje likviditu bankovému sektoru eurozóny. Popri predĺžení splatnosti dlhodobjších operácií až na štyri roky, podmienila účasť a tým aj čerpanie prostriedkov veľkosťou už poskytnutých úverov, resp. vývojom úverov v nasledujúcom období. Na rozdiel od predchádzajúcich dlhodobjších operácií účelovosť poskytnutých zdrojov v rámci TLTRO spojila priamo s poskytovaním úverov do reálnej ekonomiky. V dvoch počiatočných tendroch¹ TLTRO banky eurozóny čerпали 212 mld. €, čiže polovicu z potenciálne možného priestoru vyčleneného na účasť v oboch počiatočných tendroch (400 mld. €).

ECB pokračovala v realizácii 7-dňových sterilizačných doladovacích operácií, ktorými odčerpávala likviditu dodanú prostredníctvom programu SMP. Jej úspešnosť pri plnom odčerpaní plánovanej sumy v tendri závisela od ochoty bánk eurozóny ukladať voľné prostriedky. Tá bola vo významnej miere limitovaná veľkosťou prebytku likvidity. Jej poklesom k úrovni 100 mld. € sa častejšie vyskytovali prípady, keď sa plánovaný objem v tendri



nepodarilo dosiahnuť. Nižším prebytkom likvidity spôsobeným predčasným splácaním trojročných zdrojov sa podľa odbornej verejnosti sprísňovala menová politika, čo sa mohlo vnímať ako protichodný, nežiaduci jav voči zámeru menovej politiky ECB. Preto ECB v rámci dodatočných mimoriadnych opatrení v júni pozastavila výkon týchto sedemdnňových sterilizačných tendrov, čím v skutočnosti ponechala v bankovom sektore okolo 100 mld. €.

Okrem menovopolitických opatrení orientovaných na zvýšenie likvidity ECB dvakrát rozhodla o znížení kľúčových úrokových sadzieb. Po prvýkrát posunula úrokovú sadzbu pre jednodňové sterilizačné operácie do záporného pásma na konečnú hodnotu mínus 20 bázických bodov, čo sa prenieslo do záporného úročenia nielen jednodňových vkladov (O/N) v rámci automatických operácií, ale aj do prebytočných rezerv na bežných účtoch bánk. Ostatné kľúčové úrokové sadzby tiež znížila na hodnoty, ktoré podľa prezidenta ECB znamenali ukončenie kvalitatívneho uvoľňovania menovej politiky, teda prostredníctvom úrokových sadzieb. To naznačovalo, že ďalšie kroky ECB budú orientované už iba v oblasti kvantitatívneho uvoľňovania.

ECB k takémuto kroku pristúpila v januári 2015, keď prehodnotila nastavenie menovej politiky vzhľadom na zhoršený výhľad inflácie a účinnosť dovtedy prijatých mimoriadnych opatrení (TLTRO, CBPP3 a ABSPP)². Rozšírila nákup aktív o štátne dlhopisy, cenné papiere emitované agentúrami a nadnárodnými inštitúciami. Celkovo sa tak majú mesačne nakupovať cenné papiere v sume 60 mld. € minimálne do konca septembra 2016, resp. do okamihu splnenia inflačného cieľa menovej politiky.

V priebehu sledovaného obdobia celková refinančná pozícia bánk eurozóny klesala na úrovne pred realizáciou dvoch trojročných tendrov. Hlavným dôvodom nižšieho čerpania zdrojov bola skutočnosť, že sa výraznejšie neobnovili predčasne splatené trojročné zdroje prostredníctvom existujúcich refinančných tendrov MRO alebo LTRO. Ku kompenzácii úbytku zdrojov prispeli predovšetkým dve počítačové tranže cieľenej TLTRO. Naopak, programy nákupu cenných papierov (CBPP3 a ABSPP) vzhľadom na ich aktiváciu ku koncu uplynulého roka a na tempo ich realizácie nepokryli ani čiastku splatných dlhopisov nakúpených v rámci predchádzajúcich programov CBPP, resp. SMP.

V štruktúre čerpaných refinančných zdrojov nenastali významnejšie zmeny. Aj napriek podstatnému predčasnému splateniu trojročných zdrojov práve dlhodobejšie zdroje tvorili naďalej najväčšiu čiastku.

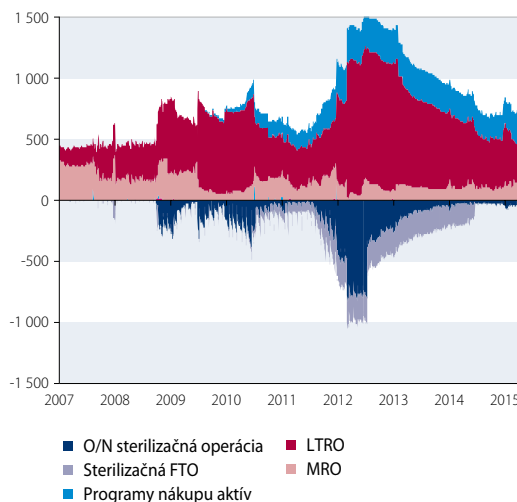
Klesajúcim čerpaním refinančných zdrojov sa zredukoval nahromadený prebytok likvidity do pásma 100 až 200 mld. €. Po jeho poklese dokonca pod dolnú hranicu reagovali najkratšie úrokové sadzby EONIA citlivejšie na nižšiu prebytočnú likviditu, čo sa prejavilo v jej zvýšenej volatilita a obchodovaní v okolí základnej úrokovvej sadzby ECB.

Situácia sa stabilizovala pozastavením sterilizačie likvidity dodanej prostredníctvom programu SMP, hoci sa uvoľnená suma 100 mld. € v skutočnosti len čiastočne premietla do navýšenia prebytku likvidity.

Oveľa významnejším pre riadenie likvidity a jej prebytku sa stalo zavedenie záporného úročenia. Obchody za zápornú úrokovú sadzbu vyjadrené sadzbou EONIA sa však objavili s určitým časovým oneskorením, a to až koncom augusta. Po druhom znížení zápornej sadzby ECB v septembri sa obchodovala najkratšia úroková sadzba oveľa častejšie v zápornom pásme, i keď sa výraznejšia penalizácia v plnej miere v jej poklese k úrovni jednodňovej sterilizačnej sadzby nepremietla. Najčastejšie sa pohybovala v pásme od 0 do mínus 5 bázických bodov, najnižšiu hodnotu zana-

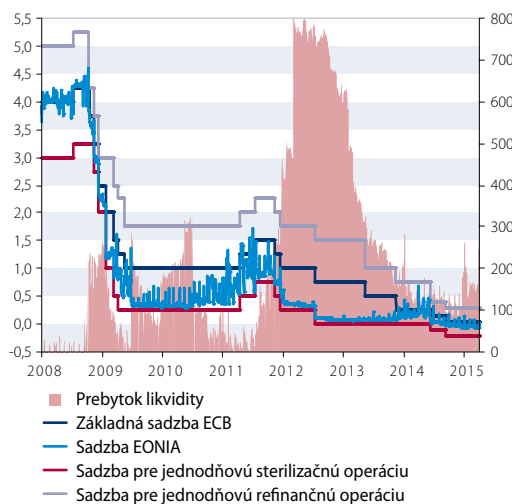
² Prostredníctvom týchto opatrení (TLTRO, CBPP3 a ABSPP) sa malo docíliť navýšenie bilančnej sumy ECB smerom k úrovniam zo začiatku roku 2012.

Graf 1 Vývoj vybraných menovopolitických operácií ECB od finančnej krízy (v mld. EUR)



Zdroj: NBS a ECB.

Graf 2 Vývoj prebytku likvidity (v mld. EUR) a kľúčových úrokových sadzieb ECB (v %)



Zdroj: Bloomberg a ECB.



3 Táto časť opisuje situáciu na peňažnom trhu v eurozóne počas druhého štvrťroka 2014.

menala na mínus 9 bázických bodov, aj z dôvodu neochoty zobchodovať voľné prostriedky na peňažnom trhu s rizikovejšími subjektmi.

ÚČASŤ DOMÁCICH BÁNK NA MENOVOPOLITICKÝCH OPERÁCIÁCH ECB

V sledovanom období sa zaznamenala čiastočná zmena v správaní domácich bánk pri účasti na menovopolitických operáciách ECB. Naďalej platilo, že domáce protistrany dostatočne pokrývali likviditné potreby obchodmi na peňažnom trhu a preto bol dopyt po zdrojoch v uskutočnených tendroch vo výraznej miere limitovaný. Výnimkou boli len operácie s mimoriadne dlhými splatnosťami, aj keď ECB čerpanie podmienila účelovým použitím zdrojov.

Participácia na kratšej refinančnej operácii MRO sa štandardne zúžila na úzky okruh domácich subjektov. Správanie ostatných subjektov sa však výrazne zmenilo koncom roka, keď z dôvodu zvýšenia počtu participujúcich bánk sa dosiahlo maximum nielen v samotnom počte účastníkov, ale aj v agregátnom dopyte. Účasť niektorých z nich bola spôsobená snahou doladiť plnenie ukazovateľa likvidných aktív vzhľadom na výhodnejšie započítanie zdrojov získaných prostredníctvom ECB ako pri obchodovaní na peňažnom trhu.

V rámci refinančných operácií dlhodobejšieho charakteru (LTRO) domáce banky zredukovali čerpané trojročné zdroje menej než v roku 2013, keď využívali intenzívnejšie príležitosť ich predčasného (úplného alebo čiastočného) splatenia. O operácie so splatnosťou na udržiavacie obdobie PMR alebo na tri mesiace neprejavili domáce banky záujem (naposledy v roku 2012). Výnimkou v rámci dlhodobjších operácií boli len prvé dve počiatočné ciele TLTRO.

Oveľa väčšia aktivita domácich bánk sa však zaznamenala na strane sterilizačných operácií, ktorými mali možnosť uloženie v NBS úročit voľné

prostriedky výhodnejšie než na medzibankovom peňažnom trhu. V prostredí neúročenia prebytku likvidity to bola pre ne možnosť efektívne uložiť prebytočné krátkodobé prostriedky. Zmena nastala v júni po zavedení záporného úročenia, keď ECB zároveň prestala s výkonom sterilizačných operácií. Prebytočnú likviditu tak domáce protistrany ponechali na svojich bežných účtoch, kde bola zaťažená už zápornou úrokovou sadzbou.

Aj napriek neúročeniu jednodňových vkladov v rámci automatických operácií, resp. po zavedení ich úročenia zápornou sadzbou, užšia skupina domácich bánk naďalej využívala túto operáciu. Dôvodom jednodňových vkladov boli zrejme požiadavky regulátora alebo interné predpisy týchto bánk. Väčšina domácich bánk však ponechávala voľné prostriedky na bežných účtoch, čo sa prejavilo na individuálnom výraznom prepínaní minimálnych rezerv.

Jednodňové refinančné obchody v rámci automatických operácií sa vyskytovali len v prípadoch, keď domáca banka nedostala očakávané platby na vyrovnanie debetnej pozície na bežnom účte. Podobne ako pri kratších MRO, niektoré banky využili možnosť prostredníctvom jednodňových zdrojov doladiť denné plnenie ukazovateľa likvidných aktív vzhľadom na výhodnejšie započítanie zdrojov od centrálnej banky než prostredníctvom obchodov na peňažnom trhu.

OBCHODOVANIE NA AGREGÁTNEJ ÚROVNI EUROZÓNY³

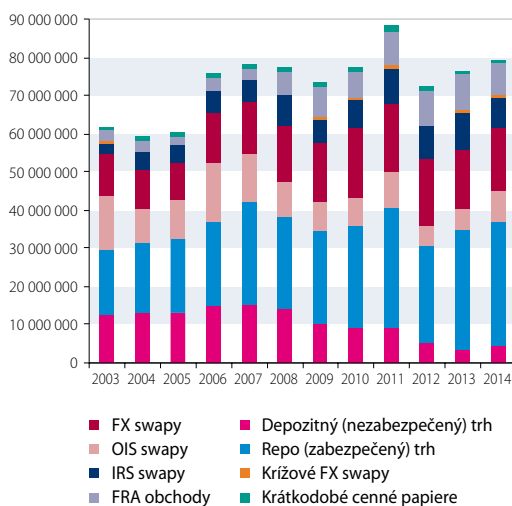
Na agregátnej úrovni aktivita európskych bánk na peňažnom trhu medziročne mierne vzrástla o 4 % na maximálnu hodnotu od roku 2003 (s výnimkou roku 2011). Európske banky postupným predčasným splácaním trojročných zdrojov zrejme vo väčšej miere vstupovali do transakcií na medzibankovom peňažnom trhu. V štruktúre nástrojov sa naďalej najviac zobchodovali transakcie zabezpečené kolaterálom (repo obchody), po nich nasledovali menové swapy.

Depozitné obchody čiastočne korigovali predošlé výrazné poklesy, napriek tomu nedosahovali úroveň pred finančnej krízy. Obchodná aktivita na nezabezpečenom trhu sa naďalej odohrávala najmä na národnej úrovni, hoci neochota vstupovať do nezabezpečených transakcií s protistranami mimo nej sa zmiernila.

Väčšina transakcií na peňažnom trhu sa naďalej uskutočňovala zabezpečenou formou, hoci jej podiel medziročne nezaznamenal výraznejšie zmeny. Aj keď repo trh tvoril aj pred finančnou krízou najväčšiu časť peňažného trhu, jeho dominantné postavenie sa vplyvom neštandardných podmienok na finančnom trhu zvýraznilo, keď v porovnaní s depozitným trhom bol 7-násobne väčší.

Zabezpečené obchody sa uskutočňovali takmer výlučne prostredníctvom bilaterálnych transakcií. V rámci nich významnú úlohu plnili centrálné protistrany (CCP), ktoré získali na medzibankovom trhu kľúčové postavenie. Zdalo by sa, že kolateralizácia obchodov by mala postačovať na prekonanie neochoty vstupovať do transakcií

Graf 3 Vývoj vybraných nástrojov peňažného trhu (v bil. EUR)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2014 a ECB.



s rizikovejšími subjektmi, no skutočnosť potvrdila, že sa požaduje zosilniť istotu pri poskytovaní zdrojov vstupom ďalšej protistrany.

V rámci derivátového trhu zostali najviac obchodovaným nástrojom a druhým na peňažnom trhu devízové swapy. V štruktúre zobchodovaných menových párov nenastali významnejšie zmeny, keď najviac používaným je naďalej hlavný menový pár EUR/USD. Po ňom nasleduje s podielom vyšším než 5 % menový pár EUR/GBP. Ostatné, EUR/CHF a EUR/JPY, spomínanú 5 % úroveň nepresiahli. Najaktívnejšie boli v tomto segmente protistrany mimo národných okruhov, pričom v posledných rokoch ich zastúpenie rastie.

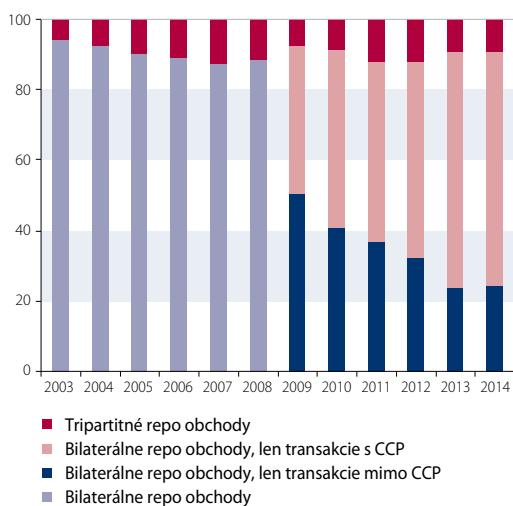
V rámci derivátov najviac vzrástli úrokové swapy OIS. Túto skutočnosť by mohla vysvetliť väčšia potreba zabezpečiť sa voči zvýšenej volatilitě najkratších úrokových sadzieb EONIA. Tá v sle-

dovanom období zaznamenala volatilnejší vývoj vzhľadom na výkyvy prebytku likvidity viackrát výraznejšie pod 100 mld. €.

Naopak, úrokové swapy IRS klesli najvýraznejšie z derivátových nástrojov, dokonca pod úroveň zobchodovaných úrokových swapov OIS. Za štandardných podmienok na finančnom trhu európske banky preferovali na zabezpečenie sa voči úrokovému riziku vo výraznejšej miere úrokové swapy OIS. Momentálne však vzhľadom práve na neštandardné podmienky, resp. uskutočňovanú menovú politiku, sa opodstatnenosť úrokového swapu OIS zásadne znížila.

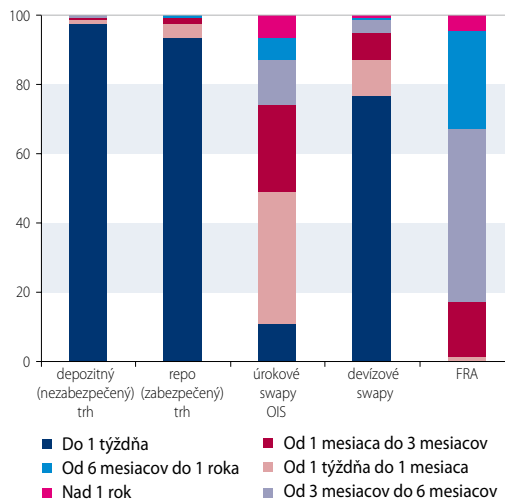
V rámci štruktúry splatností obchodovaných na depozitnom a repo trhu nenastali významnejšie zmeny, keď sa aktivita sústreďuje do najkratších splatností (do jedného týždňa) pri podiele viac ako 90 %. Existencia záporného úročenia preby-

Graf 4 Štruktúra repo trhu (v %)



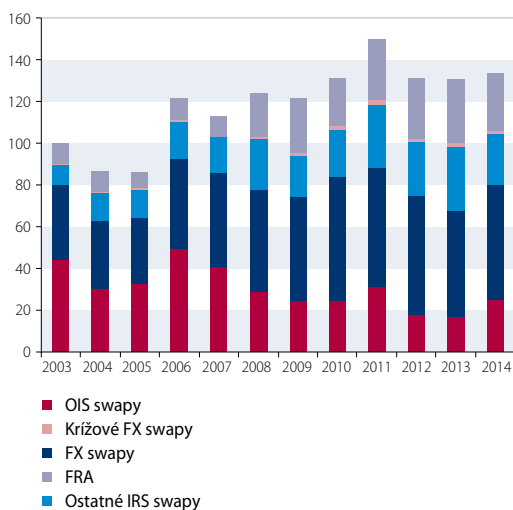
Zdroj: Euro Money Market Survey 2014 a ECB.

Graf 6 Štruktúra obchodov podľa dĺžok splatností (v %)



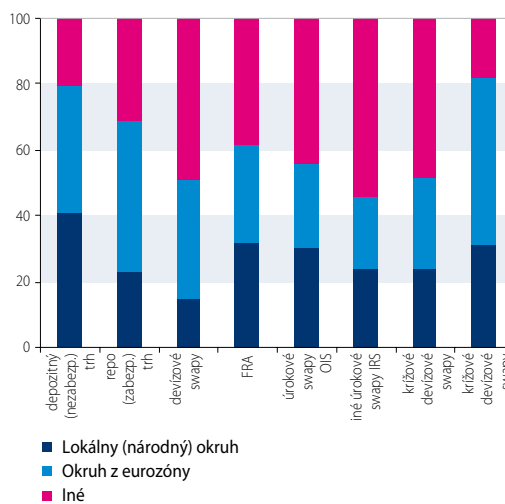
Zdroj: Euro Money Market Survey 2014 a ECB.

Graf 5 Vývoj derivátového trhu (hodnoty voči roku 2003)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2014 a ECB.

Graf 7 Koncentrácia obchodov vo vybraných nástrojoch podľa protistrán (v %)



Zdroj: Euro Money Market Survey 2014 a ECB.



ku likvidity sa zrejme ešte vtedy nepremietla do zmeny v správaní európskych bánk a nezaznamenali sa vo výraznejšej miere záporne úročené transakcie. Podobne aj pri menových swapoch sa obchodovalo najmä s najkratšími splatnosťami. Pri OIS sa najviac transakcií kumulovalo do splatností do 1 mesiaca, kde sa zaznamenal aj najväčší prírastok.

OBCHODOVANIE NA DOMÁCEJ ÚROVNI

Na peňažnom trhu aktívne pôsobilo 20 domácich bankových subjektov. Celkový zobchodovaný obrat vzrástol medziročne o 8 % na najvyššiu hodnotu od vstupu do eurozóny, napriek tomu zďaleka nedosahuje úroveň z čias korunového peňažného trhu.

V štruktúre nástrojov peňažného trhu vzrástol podiel depozitných obchodov, ktoré tak zvýšili svoje dominantné postavenie. Po nich nasledovali menové swapy, ktoré druhý rok po sebe klesli. Ostatné nástroje sa využívali minimálne (repo obchody a úrokové swapy IRS), dokonca forwardové obchody FRA sa vôbec neuskutočnili.

Na rozdiel od eurozóny netvorili medzi domácimi bankami repo obchody významnú časť ich obchodnej aktivity. Minimálne zastúpenie vyplýva z minimálnej potreby zabezpečovať transakcie kolaterálom vzhľadom na dostačujúci spôsob zobchodovania prostriedkov formou depozitných obchodov. Ten vyplýval z koncentrácie obchodnej aktivity najmä v rámci vlastnej bankovej skupiny a medzi domácimi bankami navzájom. Limitujúcim faktorom pri eventúálnom využívaní repo obchodov bola podľa dealerov lokálnych bánk pretrvávajúca nepríjemne zvolená cenová politika domácich inštitúcií (burzy a centrálneho depozitára cenných papierov), ktorá pri momentálnom vývoji úrokových sadzieb na peňažnom trhu znevýhodňovala domáce subjekty voči zahraničným už pri vstupe do takýchto transakcií.

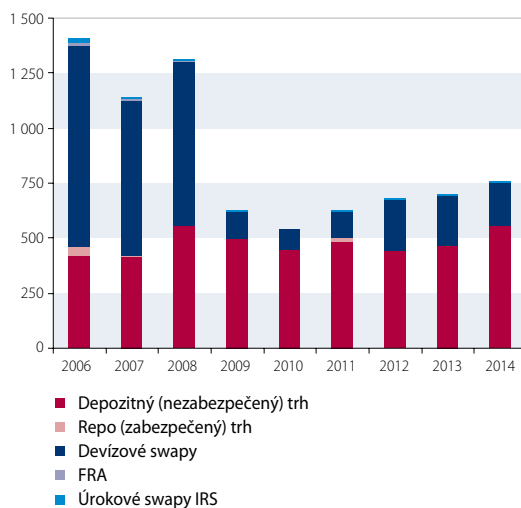
Od vstupu do eurozóny kontinuálne rastie podiel najkratších splatností pri depozitných obchodoch, ktoré v hodnotenom roku presiahli 90 %. Zavedenie zápornej úrokovej sadzby nespôsobil pokles obchodnej aktivity pri jednodňovej splatnosti. Tá naopak vzrástla na najväčšiu hodnotu od vstupu do eurozóny. V prípade devízových swapov boli taktiež najviac zobchodované jednodňové dĺžky splatností. V oboch prípadoch koncentrácia obchodnej aktivity na najkratšie splatnosti odráža doladovanie likvidity na dennej báze, čo umožňuje primerane zefektívniť toky prostriedkov podobne ako v eurozóne.

Obchodná aktivita sa najčastejšie koncentruje na protistrany pôsobiace mimo domáceho okruhu. Derivátové obchody (devízové a úrokové swapy IRS) sa uskutočnili výhradne s nerezidentmi, depozitné obchody aj s domácimi protistranami.

Koncentrácia obchodnej aktivity sa môže vyjadriť aj prostredníctvom číselno-grafického znázornenia použitím Lorenzovej krivky. Tá ilustruje, ako rovnomerne je obchodná aktivita rozdelená medzi subjektmi na trhu. Platí, že čím väčšia časť trhu je pokrytá menším počtom subjektov, tým je sklon Lorenzovej krivky strmší – bližšie k vertikálnej osi. Na domácom peňažnom trhu vykazovali najvyššiu koncentráciu úrokových swapov IRS a devízové swapy. Dôvodom bol nižší počet aktívnych domácich bánk v týchto nástrojoch. Nižšiu koncentráciu, ale stále výrazne nad ilustrovanou úrovňou rovnomerného rozdelenia trhu, mala zasa aktivita na depozitnom trhu a zároveň aj celková aktivita.

Ako dopĺňujúca informácia k predošlým agregátnym zisteniam slúži identifikácia najaktívnejších domácich bánk podľa jednotlivých nástrojov. Z kritéria agregátnych obrátov vyplýva, že päť najaktívnejších domácich bánk sa podieľa na celkovej obchodnej aktivite až 63 % (medziročný pokles). Najväčšiu koncentráciu štandardne zaznamenali nástroje s nižšou obchodnou aktivitou. V prípade repo obchodov sa aktivita skoncentrovala len do

Graf 8 Vývoj obchodov na peňažnom trhu podľa nástrojov (v mld. EUR)



Zdroj: NBS.

Graf 9 Koncentrácia obchodov voči nerezidentom vo vybraných nástrojoch peňažného trhu (v %)



Zdroj: NBS.



dvoch a pri úrokových swapoch IRS do štyroch protistrán. Naopak, na depozitnom trhu – vzhľadom na jeho obchodovanie všetkými účastníkmi trhu – tvorilo oproti ostatným nástrojom na peňažnom trhu päť najaktívnejších subjektov najnižší podiel, a to 58 % (medziročný pokles).

ZÁVER

V uplynulom roku sa pravdepodobne najväčšia pozornosť venovala problémom súvisiacim s nezlepšujúcim sa makroekonomickým výhľadom v krajinách eurozóny a obzvlášť slabým vývojom úverovej aktivity a tým aj ekonomickým rastom. Znepokojivé boli aj možné dôsledky klesajúcej inflácie pri jej dlhodobom zotrvaní na veľmi nízkych hodnotách.

ECB sa snažila podporiť úverovú aktivitu viacerými nástrojmi. V rámci refinančných tendrov prostredníctvom cielených TLTRO, čerpanie prostriedkov v ktorých bolo účelovo naviazané výlučne na poskytovanie úverov do reálnej ekonomiky. Pristúpila aj k dvom programom CBPP3 a ABSPP, aby nákupom krytých dlhopisov a cenných papierov zabezpečených aktívami zlepšila podmienky na predmetných trhoch a umožnila tak viacerým bankám eurozóny vo väčšej miere prefinancovať úverovú aktivitu prostredníctvom emisie cenných papierov.

V obchodovaní bánk eurozóny na peňažnom trhu sa nezaznamenali podstatnejšie zmeny. Naďalej sa najviac obchodovalo na zabezpečenom trhu, po ňom nasledovali menové swapy. Mierne oživenie síce nastalo na depozitnom trhu, napriek tomu však jeho úroveň bola výrazne nižšia ako pred finančnou krízou. Aktivita bánk eurozóny sa opätovne skoncentrovala do najkratších splatností (najmä O/N), keďže sa v druhom štvrtroku 2014 existencia záporného úročenia ešte nedokázala premietnuť do zmeny v ich správaní.

V roku 2014 nedošlo medzi domácimi bankami k významnejšej zmene vo využívaní menovopolitických operácií. Zvýšený záujem mali len o možnosť výhodnejšie uložiť voľné prostriedky v centrálnej banke a neobchodovať s nimi na peňažnom trhu. Z refinančných tendrov sa častejšie zúčastňovali len na štandardných refinančných operáciách (MRO). O mimoriadnu cielenú TLTRO bol na domácej úrovni iba mierny záujem.

Štruktúra zobchodovaných nástrojov sa zmenila tiež len mierne. Majoritné postavenie si naďalej

udržali depozitné operácie, po nich nasledovali menové swapy. Obchodná aktivita sa aj napriek uplatňovaniu záporných sadzieb skoncentrovala opätovne do najkratších splatností. Najviac transakcií sa uskutočnilo voči nerezidentom, čo len potvrdilo zameranie domácich bánk na vlastné bankové skupiny.

VÝHLAD NA ROK 2015

Na začiatku aktuálneho roku vzhľadom na zhoršujúci sa výhľad inflácie a nedostatočný efekt zatiaľ prijatých opatrení ECB prehodnotila nastavenie menovej politiky a rozšírila nákupy aktív aj o štátne, agentúrne a nadnárodné dlhopisy. Názory odbornej verejnosti na tento krok nie sú jednoznačné, keď napr. nie je možné porovnávať primeranosť, prípadne účinnosť použitia kvantitatívneho uvoľňovania na stimuláciu ekonomiky v eurozóne s inými ekonomikami alebo krajinami.

Pretrvávajú pochybnosti o tom, či účelovo poskytované prostriedky v rámci TLTRO skutočne splnia svoj zámer a prispievajú k oživeniu úverovania reálnej ekonomiky. V roku 2015 sa uskutočnia podľa aktuálne platnej koncepcie ešte štyri dodatočné tendre, ktoré, vzhľadom na ich úverovú podmienenosť, by mali viac ako iba naznačiť potenciálnu dynamiku ekonomiky eurozóny.

Pokiaľ ide o nákup aktív, jeho robustnosť podľa niektorých nepostačí na splnenie inflačného cieľa na úrovni nižšej, ale blízkej 2 % ku koncu roku 2016. Preto sa očakáva (alebo nevyučuje) pokračovanie v programe kvantitatívneho uvoľňovania počas dlhšieho než momentálne oznámeného obdobia. Otáznym zostáva, ako sa uvoľnené prostriedky ďalej použijú v sektore, či na nákup aktív alebo na zvýšenie úverovania reálnej ekonomiky.

Popri ťažkostiach v reálnej ekonomike väčšiny krajín eurozóny sa zdá, že aktuálny rok bude zrejme opäť v znamení diskusií o riešení udržateľnosti dlhu Grécka. Otvárajú sa tým tiež otázky o primeranosti úsporných opatrení najmä v problémových krajinách, ale aj o vhodnosti existencie celoeurópskeho programu na podporu investičnej aktivity. Problémom vyžadujúcim si akútne riešenie sa stala ekonomická situácia, do ktorej istým spôsobom vyústili problémy, ktoré sa objavili počas krízy, keď dominovali najmä finančné a realitné otázky, únosná miera vládneho zadlženia a dôveryhodnosť bankového systému.