



Mimoriadne opatrenia ECB počas globálnej krízy

Roman Kostelný
Národná banka Slovenska

V článku sumarizujeme viaceré opatrenia, ktoré ECB ako menová autorita v eurozóne prijala od začatia krízy v auguste 2007 v reakcii na rôzne problémy nielen na eurovom peňažnom trhu, ale aj v širšom kontexte problémov v reálnej ekonomike.

1 MRO (Main Refinancing Operation) – hlavná refinančná operácia.

2 STRO (Special-term Refinancing Operation) je refinančná operácia, ktorej dĺžka splatnosti je totožná s dĺžkou udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv.

3 LTRO (Longer-term Refinancing Operation) – dlhodobější refinančná operácia.

Pred krízou v rámci štandardného fungovania medzibankového trhu mala ECB svojimi rozhodnutiami týkajúcimi sa menovej politiky vplyv na efektívne riadenie likvidity na peňažnom trhu, pretože tento trhový segment štandardne považovala za podstatný pilier transmisného mechanizmu menovej politiky. Prostredníctvom neho sa efektívne prenášali rozhodnutia ECB až na konečný subjekt. V dôsledku krízy sa však tieto väzby citelne narušili, čo negatívne zasiahlo proces transmisného mechanizmu. Dovtedy uplatňované nástroje menovej politiky nepostačovali na vyriešenie vzniknutých problémov, preto bolo nutné siahnuť po takých opatreniach, ktoré presahovali štandardný rámec menovej politiky. Keďže boli implementované za špecifických okolností, možno ich označiť za mimoriadne alebo nadštandardné (neštandardné) opatrenia.

Na peňažnom trhu dominovala nedôvera, ktorá vyústila do výrazného poklesu obchodnej aktivity a do nárastu cien požičiavaných zdrojov. Oba negatívne javy dosiahli takú úroveň, že ohrozovali, ak nie znefunkčnili peňažný trh ako taký. Negatívne javy sa podarilo zmierniť dodaním mimoriadnej likvidity prostredníctvom dolaďovacích tendrov a zmenou štruktúry dodávanej likvidity zvýšením frekvencie výkonu trojmesačných dlhodobějších tendrov a zavedením nových tendrov so šesťmesačnou splatnosťou. ECB popri tom naďalej pokračovala vo výkone menovej politiky v nezmenenom režime. V podstate to znamenalo, že prostredníctvom refinančných tendrov celkovo dodávaná likvidita plne pokrývala likviditné potreby bankového sektora. Tie ECB vyjadrila vo výpočte benchmarku pridelenia v hlavnej refinančnej operácii, vďaka čomu zotrval bankový sektor vo vyrovnanej pozícii, bez prebytku alebo nedostatku zdrojov.

Zásadným momentom, ktorý sa prejavil vo výkone menovej politiky ECB, bol krach banky Lehman Brothers v septembri 2008. Problémy na peňažnom trhu sa vyostřili do takej miery, že jediným možným riešením pre ECB bolo plne prevziať úlohu sprostredkovateľa na peňažnom trhu. Znamenalo to, že ECB ustúpila od štandardného výkonu operácií menovej politiky k výkonu, ktorým pridelovala zdroje bankám eurozóny, a to pri plnom akceptovaní ponúk a za pevnú úrokovú sadzbu (postup označovaný ako FRFA), čo v sku-

točnosti predstavovalo pre banky eurozóny úplnú istotu v získaní zdrojov. V týchto podmienkach sa obchody na peňažnom trhu uskutočňovali najmä s ECB, čím jej sprostredkovateľská úloha podstatne vzrastala, až dominovala. Na jednej strane sa výrazne refinancovali banky eurozóny so sťažným prístupom na peňažný trh a na druhej sa zasa zvýšilo ukladanie voľnej likvidity, ktorú banky eurozóny neboli ochotné poskytnúť rizikovejším subjektom. Nezmenil sa tým len spôsob výkonu operácií menovej politiky, ale aj samotný harmonogram výkonu neštandardných opatrení. V praxi to znamenalo, že v každom udržiavacom období povinných minimálnych rezerv sa okrem týždňových MRO¹ uskutočnila aj jedna STRO², jedna šesťmesačná LTRO³ a dve trojmesačné LTRO.

Problémy sa nevyskytovali len v rámci peňažného trhu, ale aj vo výkone reálnej ekonomiky krajín eurozóny. ECB siahla opätovne po nástroji LTRO a predĺžila jeho splatnosť na jeden rok. V roku 2009 implementáciou troch ročných tendrov chcela doceliť zníženie úrokovej krivky Euribor na nižšie úrovne, aby tým zlacnila zdroje pre reálnu ekonomiku a oživila obchodnú aktivitu subjektov na peňažnom trhu. Podľa odbornej verejnosti sa však tento zámer nepodarilo úplne naplniť, naopak, prispel k výraznému utlmeniu obchodnej aktivity, keďže si subjekty plne pokryli potrebu likvidity na dlhšie obdobie a nemali tak dôvod obchodovať na krátkodobom peňažnom trhu.

Pri implementovaní ročných refinančných tendrov ECB zmenila výpočet úročenia čerpaných zdrojov, keď pevné úročenie vopred známou úrokovou sadzbou v deň uskutočnenia tendra bolo nahradené priemerovaním základných úrokových sadzieb ECB platných počas životnosti daného tendra (tzv. indexované úrokové sadzby). Pre participujúce banky to znamenalo, že hodnota úrokovej sadzby nebola známa v deň uskutočnenia tendra, ale až v deň jeho splatnosti. Motívom bolo odstránenie prípadných špekulácií trhu, pokiaľ išlo o vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB, a nevýhod, ktoré by plynuli pre zúčastnené banky v prípade výrazného zníženia menovopolitických úrokových sadzieb.

V tomto období ECB po prvýkrát pristúpila k implementácii nástroja, ktorým viaceré významné centrálné banky uvoľňovali menovú politiku v rámci kvantitatívneho uvoľňovania. V prípade



ECB však nešlo o tento prípad, keďže program nákupu špecifických cenných papierov, a to krytých dlhopisov, netvoril významnejšiu čiastku (prvá časť 60 mld. € a druhá, obnovená v roku 2011, 16 mld. €). Týmto programom ECB zlepšila podmienky pri prefinancovaní likviditných potrieb plynúcich z úverovania reálnej ekonomiky.

Keď sa na začiatku roku 2010 objavili prvé náznaky upokojenia situácie na peňažnom trhu, ECB ustúpila od niektorých mimoriadnych opatrení. Jednak sa zredukovaním počtu dlhodobějších tendrov vrátila takmer k pôvodnej štruktúre harmonogramu výkonu menovopolitických operácií, a to týždňových MRO, po jednom tendri STRO a trojmesačnej LTRO. Výnimkou bol len refinančný tender STRO, ktorý zrejme ponechala bankám eurozóny na uľahčenie plnenia minimálnych rezerv počas udržiavacieho obdobia. V prípade trojmesačnej operácie sa vrátila jej čiastočnou modifikáciou k pôvodnému spôsobu výkonu. Išlo o návrat ku konkurenčnému spôsobu dopytu po zdrojoch za variabilné úrokové sadzby, ktorý bol limitovaný tzv. indikatívnou sumou tendra. Tento postup bol prerušený už po prvej realizácii koncom apríla 2010, keď sa zintenzívnili problémy v periférnych krajinách eurozóny a zvýšila sa neistota trhu v súvislosti s udržateľnosťou vývoja verejných financií, osobitne v Grécku. Táto situácia oddialila akékoľvek diskusie o možnom ukončení mimoriadnych opatrení. V dôsledku obáv z nadmernej expozície niektorých bánk voči verejnému sektoru v periférnych krajinách zlyhávalo fungovanie periférneho dlhopisového trhu a bolo ohrozené fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky.

Nástrojom na zmiernenie týchto problémov bola v máji 2010 implementácia programu pre trhy s cennými papiermi (*Securities Markets Programme – SMP*), prostredníctvom ktorého Eurosystem odkupoval vybrané štátne dlhopisy krajín eurozóny na sekundárnom dlhopisovom trhu. Po tom, čo ECB prevzala úlohu sprostredkovateľa na peňažnom trhu, realizáciou programu SMP čiastočne prevzala na seba úlohu sprostredkovateľa aj na trhu dlhopisov. V rámci refinančných tendrov sa mimoriadne vrátila k výkonu niektorých nadštandardných opatrení (k dlhodobjším tendrom a dolárovým tendrom).

V roku 2011 sa situácia na peňažnom trhu ani v reálnej ekonomike výraznejšie nezlepšila, pretože prebiehajúci proces výraznej redukcie bilancii bánk eurozóny vyvolal obavy z možných negatívnych vplyvov na reálnu ekonomiku a na oddialenie jej zotavenia v dôsledku obmedzovania úverovej aktivity a nedostatočných zdrojov bánk eurozóny na prefinancovanie likviditných potrieb. ECB opätovne siahla po overenom nástroji LTRO, po prvýkrát však jeho splatnosť predĺžila až na obdobie troch rokov. V rámci trojročných tendrov ECB poskytla po prvýkrát možnosť bankám eurozóny po uplynutí prvého roku poskytnuté zdroje čiastočne alebo úplne predčasne splatiť. Uskutočnením dvoch trojročných tendrov pri výraznom dopyte bánk eurozóny v sume 1 bilióna € sa pod-

ľa odbornej verejnosti podarilo odvrátiť nepriaznivú efektu.

Reálna ekonomika však naďalej nevykazovala výraznejšie známky oživenia, išlo skôr o jej stabilizáciu. Značná časť trojročnej likvidity neskončila v podpore reálnej ekonomiky, ale v štátnych, bankových a podnikových dlhopisoch. Obchodná aktivita na peňažnom trhu naďalej zaznamenávala nízku aktivitu, keď namiesto obchodovania banky eurozóny ukladali voľné prostriedky v ECB.

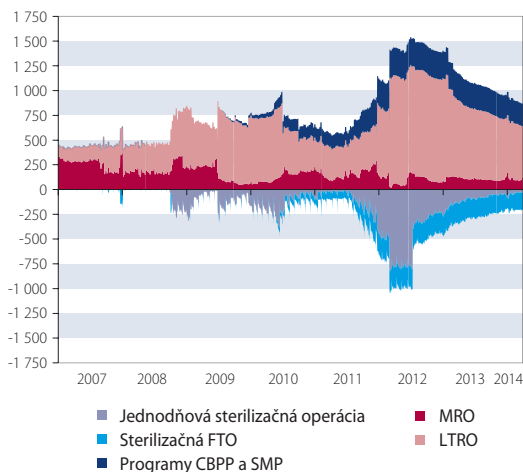
Ďalším opatrením bolo zníženie minimálnych rezerv na polovicu od januárového udržiavacieho obdobia 2012, čím sa uvoľnilo do bankového sektora približne 100 mld. €. Samozrejme, z hľadiska efektívnosti tohto opatrenia treba vziať do úvahy podiel jednotlivých krajín eurozóny na tvorbe minimálnych rezerv, pretože uvoľnenie dodatočnej likvidity malo odlišný vplyv na bankové sektory v krajinách s prebytkom likvidity a v krajinách s jej nedostatkom.

Najmä po implementácii ročných a trojročných tendrov význam operácie MRO⁴ podstatne klesol. Podiel MRO na celkových zdrojoch ECB viditeľne klesol zo štandardnej hodnoty 66 % pod úroveň 10 %.

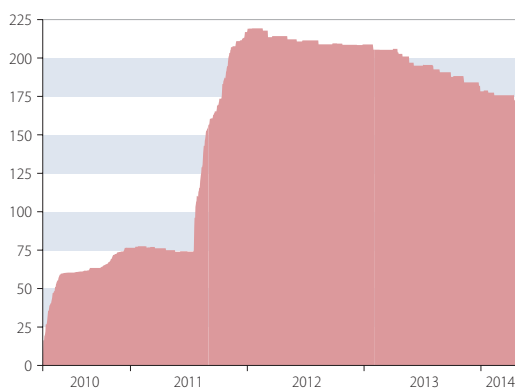
Významné bolo vyhlásenie prezidenta ECB v júli 2012, že ECB urobí čokoľvek na záchranu eura. Prezident tento záväzok neskôr konkretizoval vo verbálnej implementácii programu OMT⁶, ktorý nahradil program SMP. Rozdiel medzi nimi bol napr. vo väčšej deklarovanej transparentnosti OMT. Dôležitým prvkom OMT je aj jeho podmienenosť účasťou v záchranom programe medzinárodných inštitúcií EÚ a MMF, absencia presného kvantitatívneho vymedzenia, špecifikácia dĺžok splatností (od jedného do troch rokov) a možnosť intervencií nielen na sekundárnom, ale aj na primárnom trhu prostredníctvom Európskeho stabilizačného mechanizmu (ESM). Napriek tomu, že sa program neaktivoval, prejavil sa ako najúčinnější nástroj, ktorý ECB v krízovom období vôbec implementovala. ECB ako

4 Banky eurozóny preferovali čerpanie dlhodobějších zdrojov, ktorými mali zabezpečené pokrytie likviditných potrieb na dlhšie obdobie vopred, čím uľahčovalo riadenie likvidity.

Graf 1 Vybrané menovopolitické operácie ECB (v mld. EUR)



Zdroj: ECB, NBS (vlastné spracovanie).

**Graf 2 Kumulatívne nákupy štátnych dlhopisov v rámci programu SMP (v mld. eur)**

Zdroj: ECB, NBS (vlastné spracovanie).

5 QE3 – tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania Fedu (program nákupu hypotekárnych cenných papierov a štátnych dlhopisov).

6 OMT (Outright Monetary Transactions) – priame menové transakcie.

7 Výnimočne najdlhším obdobím platnosti je momentálne schválené predĺženie obdobia o jeden rok až do konca júnového udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2015.

posledná inštancia poskytuje držiteľom štátnych dlhopisov istotu, že v prípade vystupňovaného napätia Eurosystem zasiahne s cieľom eliminovať riziko chýbajúcej protistrany. Dôsledkom toho sa podarilo eliminovať hrozbu z možného rozpadu eurozóny, ktorá sa prejavovala v prehlbovaní rozdielov medzi menej rizikovejšími a rizikovejšími krajinami. Pozitívny efekt sa najvýraznejšie prejavil na poklese výnosových kriviek, zúžení spreadov rizikových prírážok štátnych dlhopisov periférnych krajín, poklese prémie CDS, miernom oživení obchodnej aktivity na peňažnom a dlhopisovom trhu a na postupnej konvergencii pozícií cezhraničných platieb členských krajín v platobnom systéme TARGET2.

Výkon refinančných operácií metódou FRFA bol niekoľkokrát predĺžovaný od platnosti na obdobie tri až dvanásť udržiavacích období⁷ v závislosti od situácie nielen na medzibankovom trhu, ale aj v ekonomike krajín eurozóny. Čím dlhšie je obdobie platnosti, tým väčšiu istotu má bankový sektor pri riadení likvidity a pokrývaní likviditných potrieb. Na druhej strane to však pre menovú autoritu znamená sťažný výstup z mimoriadnych opatrení.

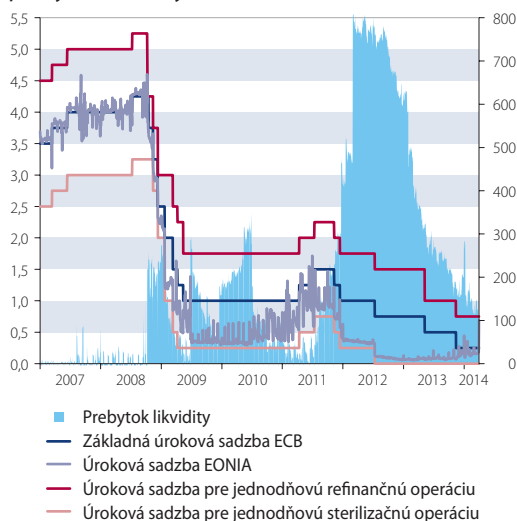
KVALITATÍVNE UVOĽŇOVANIE MENOVEJ POLITIKY

ECB pokračovala aj v kvalitatívnom uvoľňovaní menovej politiky, pričom v júli 2012 znížením úrokovej sadzby pre jednodňové sterilizačné operácie na 0% sa objavili špekulácie trhu, či ECB pri ďalšom potenciálnom znížení úrokových sadzieb bude akceptovať aj záporné pásmo. Tým by voľné prostriedky podliehali penalizácii. Možnosť takéhoto postupu predstaviteľia ECB indikovali zmienkou o pripravenosti zaviesť záporné úročenie voľných zdrojov. Viackrát spomínaným argumentom v prospech implementácie tohto kontroverzného opatrenia bol neuspokojivý ekonomický rast väčšiny krajín eurozóny, prípadne až riziko deflácie. Hrozba penalizácie by mala motivovať banky eurozóny na obchodovanie na medzibankovom trhu alebo na poskytovanie úverov. Neistá situácia a výhľad problémových ekonomík krajín eu-

rozóny však túto predstavu zásadným spôsobom spochybňovali.

Pred implementovaním metódy FRFA bankový sektor zostával v rovnováhe, čo ECB umožnilo udržiavať najkratšie sadzby na peňažnom trhu v tesnejšom okolí základnej úrokovej sadzby ECB. Dôsledkom uvoľneného čerpania zdrojov z ECB vznikol výraznejší prebytok likvidity, ktorý stláčal najkratšie úrokové sadzby bližšie k úrovni úrokovej sadzby pre jednodňovú sterilizačnú operáciu. ECB sa tým sťažilo operatívne riadenie najkratších úrokových sadzieb EONIA. Od januárového udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2012 upustila od zámeru, aby sa aspoň v posledný obchodný deň v udržiavacom období EONIA nachádzala bližšie k úrovni základnej úrokovej sadzby ECB. Ukončila tým výkon sterilizačných doladovacích tendrov, ktorými odčerpávala naakumulovaný prebytok likvidity počas udržiavacieho obdobia. Týmto opatrením sa dosiahlo odstránenie výkyvov v najkratších úrokových sadzbách na konci udržiavacích období povinných minimálnych rezerv.

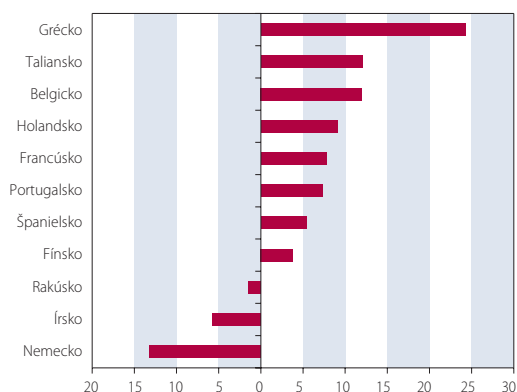
V rámci kvalitatívneho uvoľňovania menovej politiky sa nielen znižovali kľúčové úrokové sadzby ECB, ale upravovalo sa aj ich rozpätie, t. j. vzdialenosť medzi úrokovými sadzbami automatických operácií O/N, a to depozitnej a refinančnej úrokovej sadzby voči základnej úrokovej sadzbe ECB. Štandardne symetrické rozpätie medzi O/N úrokovými sadzbami automatických operácií z úrovne 200 bázických bodov sa zužovalo pre zámer ECB upokojiť situáciu na peňažnom trhu. Podľa odbornej verejnosti sa však týmto krokom zosilnila sprostredkovateľská úloha ECB, ktorá oživenie obchodnej aktivity skôr odďaľovala. Nižšia riziková prémie voči základnej úrokovej sadzbe zredukovala motiváciu bánk eurozóny zrealizovať depozitné obchody. Šírka koridoru sa zužovala aj asymetricky, keď sa momentálne uplatňuje pre dolné pásmo 25 a pre horné pásmo 50 bázických bodov.

Graf 3 Kľúčové úrokové sadzby ECB a vývoj prebytku likvidity

Zdroj: ECB, NBS (vlastné spracovanie).



Graf 4 Nadhodnotenie, resp. podhodnotenie kurzu eura vo vybraných krajinách voči hodnote 1,33 EUR/USD (v %)



Zdroj: Haver Analytics, Morgan Stanley Research.

Graf 5 Podiel prebytku likvidity na celkových refinančných zdrojoch



Zdroj: ECB, NBS (vlastné spracovanie).

Významný okamih v spôsobe komunikácie ECB voči odbornej verejnosti nastal v júli 2013 po tom, ako Fed indikoval možné spomalenie QE3⁵. Nárast výnosových kriviek štátnych dlhopisov a cien depozitov na americkom finančnom trhu podobným spôsobom ovplyvnil aj ostatné vyspelé finančné trhy vrátane eurozóny. Na zamedzenie nežiaducich efektov z možného sprísňovania menovej politiky mimo eurozóny ECB ustúpila od predošlého prístupu nezaväzovať sa, pokiaľ ide o budúci vývoj menovej politiky, a vyjadrila názor orientovaný na najbližšie obdobie, a to ponechať úrokové sadzby na aktuálnych alebo nižších úrovniach počas dlhšieho obdobia, avšak bez uvedenia jeho bližšej špecifikácie (*forward guidance*). Zámerom tohto postupu je udržať úrokové sadzby na nižších úrovniach, pretože v inom prípade by mohol ich nárast ohroziť krehké zotavovanie reálnej ekonomiky.

OSTATNÉ TÉMY, KTORÉ REZONUJÚ V ODBORNEJ VEREJNOSTI

Okrem situácie na peňažnom, periférnom dlhopisovom trhu a v reálnej ekonomike sa stal predmetom výraznejšieho záujmu aj výmenný kurz eura voči americkému doláru. Keď jeho úroveň presiahla dlhodobejší priemer, vzrástli obavy trhu z možného ohrozenia ekonomického rastu. Podľa štúdie Morgan Stanley je miera vplyvu úrovne výmenného kurzu na konkurencieschopnosť ekonomík v jednotlivých krajinách eurozóny výrazne odlišná, a to v závislosti od štruktúry jednotlivých ekonomík. Napríklad silnejší výmenný kurz eura vyhovuje krajinám s ekonomikami zameranými na produkciu s vyššou pridanou hodnotou (napr. Nemecko), čo zároveň obmedzuje konkurencieschopnosť menej vyspelých ekonomík zameraných na produkciu s nižšou pridanou hodnotou (napr. Grécko a Taliansko). Hoci úroveň výmenného kurzu eura nie je primárnym cieľom menovej politiky, jeho úroveň vplýva na cenovú stabilitu a ekonomický rast.

V štandardnom prostredí je cieľom ECB udržiavanie cenovej stability na úrovni nižšej, ale blízkej

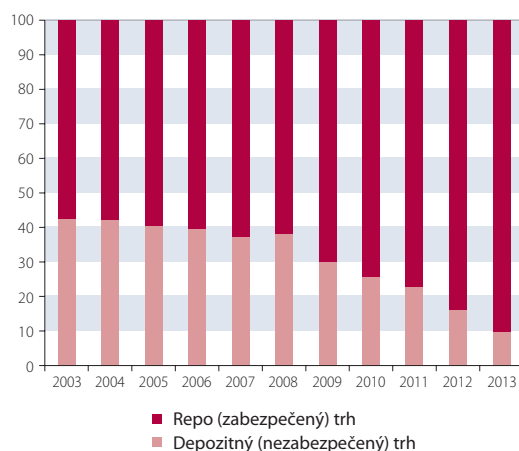
2 %. Podľa odbornej verejnosti sa však v prostredí nízkej inflácie cenová stabilita javí ako menej podstatná, preto by stálo za zváženie rozšíriť mandát ECB o iné makroekonomické ukazovatele. Medzi najčastejšie uvádzané patrí ekonomický rast alebo miera nezamestnanosti. Možnou inšpiráciou by mohla byť skúsenosť z duálneho mandátu Fedu, ktorý má dva ciele – cenovú stabilitu a plnú zamestnanosť. Oba ciele sú presne definované v rámci záväzku Fedu ponechať úrokové sadzby a stimulačné opatrenia QE3 bez zmeny, až kým sa nedosiahnu želané úrovne pre zamestnanosť a ekonomický rast. Inflácia je však stále významným a hodnoteným faktorom.

Uplatňovaný spôsob výkonu refinančných operácií metódou FRFA plne presúva samoregulačnú úlohu v čerpaní likvidity z ECB na bankový sektor. Viditeľný nárast čerpaných zdrojov z ECB, ktorý podstatne prevyšoval skutočnú potrebu likvidity bankového sektora, však nenaplnil obavy z nadmerného nárastu miery inflácie. Tá, naopak, zostáva stále na nízkych úrovniach. Dôvodom je skutočnosť, že čerpané zdroje sa nepremietli do nárastu úverov nefinančným korporáciám alebo do obchodovania na medzibankovom trhu, ale naopak, v skutočnosti došlo len k nahradeniu výpadku prostriedkov od inak štandardných subjektov, ktoré v danej situácii neboli ďalej ochotné poskytovať likviditu rizikovejším protistranám. Tie namiesto toho ukladajú voľné prostriedky v ECB, momentálne aj napriek ich neúročeniu. Tento postup bol najvýraznejší v období, keď vzrástli pochybnosti trhu o trvalej udržateľnosti vývoja verejných financií v Taliansku a Španielsku, obavy z nežiaducich efektov redukcie bilancii na reálnu ekonomiku a po uskutočnení trojročných tendrov. Podiel voľných zdrojov uložených v ECB na celkovom objeme refinančných zdrojov likvidity tým v roku 2011 a na začiatku roku 2012 stúpil nad úroveň 70 %.

Úroveň prebytku likvidity významne vplývala na úrokovú krivku peňažného trhu, pričom ich vzájomná reakčná previazanosť nezávisí len od absolútnej výšky prebytku likvidity, ale najmä od



Graf 6 Porovnanie depozitného a repo trhu v eurozóne (v %)



Zdroj: ECB, Euro Money Market Survey 2013.

stupňa fragmentácie obchodnej aktivity (roztrieštenosti obchodnej aktivity do viacerých segmentov trhu). V predošlom období po poklese prebytku likvidity pod úroveň 200 mld. € nastali zmeny v najkratších úrokových sadzbách. Momentálne sa vyказuje ešte nižší prebytok likvidity, úrokové sadzby však na túto situáciu reagujú mierne z dôvodu odlišného stupňa fragmentácie obchodnej aktivity na peňažnom trhu. V období vyššieho napätia sa zaznamenala výrazná fragmentácia a koncentrácia obchodnej aktivity v rámci domácich bánk (tzv. nacionalizácia) a redukcia cezhraničných obchodov.

V dôsledku krízy sa význam nezabezpečeného peňažného trhu, aj ako dôležitý prvok transmisného mechanizmu menovej politiky zásadne znižuje až minimalizuje, keďže sa obchodná aktivita vplyvom nedôvery presunula z nezabezpečeného na zabezpečený repo trh. Niektorí účastníci trhu ani neočakávajú, že depozitný trh opätovne získa svoj predchádzajúci predkrízový význam. Oveľa dôležitejším problémom je pokračujúci pokles počtu panelových bánk, ktoré participujú na kótovaní referenčných úrokových sadzieb Euribor. Ich nižší počet oslabuje reprezentatívnosť referenčných úrokových sadzieb a tým spochybňuje ich ďalšie použitie. Jedinou úrokovou sadzbou, ktorá odráža reálne situáciu na peňažnom nezabezpečenom trhu, je sadzba EONIA. Tá sa počíta zo skutočne realizovaných depozitných obchodov na peňažnom trhu. Pred implementovaním metódy FRFA mala ECB ako operatívny cieľ menovej politiky práve udržiavanie tejto sadzby v tesnejšom okolí základnej úrokovej sadzby ECB.

Ak porovnáme postup významných centrálnych bánk počas krízy, nájdeme zopár odlišností. Môžeme však skonštatovať, že spoločným znakom bolo kvalitatívne uvoľňovanie menovej politiky prostredníctvom zníženia úrokových sadzieb. Po dosiahnutí veľmi nízkych úrovní sa možný priestor na ďalšie znižovanie vyčerpal, preto bolo potrebné stimulovať domácu ekonomiku a finančný trh inými nástrojmi. Práve tu sa pre-

javil rozdiel v postupe významných centrálnych bánk, keďže druh prijímaných nástrojov závisel aj od štruktúry domácich ekonomík, teda od miery, v akej nefinančné subjekty financujú svoje potreby prostredníctvom bankových úverov alebo priamo emitovaním cenných papierov.

V prípade eurozóny, kde podstatne prevažujú bankové úvery nad emitovaním cenných papierov, ECB zvolila kvantitatívne uvoľňovanie prostredníctvom reverzných operácií. Zásadným rozdielom reverzných operácií v porovnaní s nákupom aktív na kapitálovom trhu je poskytnutie zdrojov voči kolaterálu a najmä automatická návratnosť poskytnutých zdrojov z bankového sektora. V porovnaní s ostatnými významnými centrálnymi bankami, ktoré kvantitatívne uvoľňovali prostredníctvom masívneho nákupu aktív na kapitálovom trhu, ide o výrazne odlišný postup.

Na ciele stimuláciu reálnej ekonomiky v niektorých krajinách vznikli dokonca špeciálne schémy, ktorých účelom bolo podporiť úverovú aktivitu. Čerpané prostriedky v rámci týchto schém sa mohli použiť len na poskytovanie úverov vybraným sektorom (napr. domácnostiam a nefinančným korporáciám), v opačnom prípade dochádzalo k penalizácii za nesprávne čerpané zdroje.

V stručnom prehľade sme uviedli viacero nástrojov, ktorými ECB riešila vzniknuté problémy vo vybraných segmentoch trhu alebo v reálnej ekonomike. Okrem nich však pristúpila k špecifickým rozhodnutiam, zameraným len na krajiny v rámci záchranných programov tzv. trojky. Keďže ratingové hodnotenie niektorých domácich štátnych dlhopisov nepostačovalo na ich akceptáciu v menovopolitických operáciách, Grécku, Írsku, Portugalsku a Cypru udelila ECB výnimku. Mimoriadnymi opatreniami boli aj zmeny kritérií akceptovania aktív v refinančných operáciách ECB, ako napr. zmena zrážok, minimálnych požadovaných ratingov a rozšírenie typov akceptovateľných aktív.

Názory na prijaté postupy sú, prirodzene, rôzne. Podľa odbornej verejnosti má ECB naďalej priestor na implementáciu ďalších mimoriadnych opatrení. Medzi najviac diskutované patrí v oblasti kvalitatívneho uvoľňovania pokračovanie v znižovaní kľúčových úrokových sadzieb pomalším tempom, než je najpoužívanejších 25 bázických bodov, zavedenie záporného úročenia prebytku likvidity na bežnom účte a v rámci jednoduchých sterilizačných operácií. Ďalším opatrením by bola opätovná implementácia dlhodobejších tendrov, prípadne ich modifikácia v účelovom naviazaní čerpania zdrojov na poskytovanie úverov nefinančným spoločnostiam, sektoru malých a stredných podnikov. V rámci kvantitatívneho uvoľnenia by ECB mohla pristúpiť k nákupu cenných papierov tak, ako to uskutočnili niektoré významné centrálné banky. Pasívne uvoľnenie menovej politiky by mohlo nastať znížením minimálnych rezerv alebo ukončením výkonu sterilizačných tendrov oproti programu SMP. Ďalšie opatrenia by mohli zahŕňať uvoľnenie kritérií pre akceptovanie aktív ako kolaterálu v refinančných operáciách ECB.