

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA
UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

Evidenčné číslo: KET/B/2019/36100138882988036

MENOVÁ POLITIKA ECB V POKRÍZOVOM OBDOBÍ

Bakalárska práca

2019

Peter Nemec

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA
UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

MENOVÁ POLITIKA ECB V POKRÍZOVOM OBDOBÍ

Bakalárska práca

Študijný program: Ekonómia a právo

Študijný odbor: 3.3.1 NÁRODNÉ HOSPODÁRSTVO
3.4.1 PRÁVO

Školiace pracovisko: Katedra ekonomickej teórie
Národohospodárska fakulta

Školiteľ: prof. Ing. Vladimír Gonda, PhD.

Bratislava 2019

Peter Nemec

ABSTRAKT

NEMEC, Peter: *Menová politika ECB v pokrízovom období*. [Bakalárska práca] – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra ekonomickej teórie. – Vedúci bakalárskej práce: prof. Ing. Vladimír Gonda, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019. 44 s.

Predmetom práce je skúmanie úlohy Európskej centrálnej banky (ECB) v zabezpečení cenovej stability a finančnej stability, analýza hlavných nástrojov menovej politiky ECB (operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy, ako aj úrokové sadzby vyhlasované Eurosystémom), poukázanie na kľúčovú tendenciu prechodu ECB v pokrízovom období na neštandardné nástroje jej realizácie, predovšetkým kvantitatívne uvoľňovanie, z dôvodu deflačných tlakov a stagnácie v eurozóne. Pritom netradičné opatrenia menovej politiky nenahrádzajú tradičnú menovú politiku, ale pôsobia paralelne s jej kurzom. ECB využíva tak nástroje úverového uvoľňovania, ako aj kvantitatívne uvoľňovanie na boj s finančnou a dlhovou krízou

Práca je rozdelená do 4 kapitol. Obsahuje 7 grafov, 3 schémy a 2 prílohy.

Prvá kapitola obsahuje vymedzenie základných pojmov ako menová politika a jej nástroje a formy, inflácia a deflácia a samotné inštitúty ako Európska centrálna banka, Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) a Eurosystém. Druhá kapitola vysvetľuje cieľ bakalárskej práce. Tretia kapitola opisuje využitie metód, ktoré boli použité pri dosiahnutí cieľa. Štvrtá kapitola obsahujúca výsledky práce a diskusiu sa podrobnejšie zameriava na reakciu ECB na finančnú krízu a nástroje, ktoré využila, aby sa zmiernili jej negatívne dopady.

Kľúčové slová: Menová politika, finančná kríza, Európska centrálna banka, úroková sadzba, kvantitatívne uvoľňovanie.

ABSTRACT

The subject of the work will be to examine the role of the European Central Bank (ECB) in safeguarding price stability and financial stability, analyzing the main monetary policy instruments of the ECB (open market operations, automatic operations and reserve requirements, as well as interest rates announced by the Eurosystem) the transition of the ECB in the post-crisis period to non-standard instruments of its implementation, in particular quantitative easing, due to deflationary pressures and stagnation in the euro area. At the same time, non-traditional monetary policy measures do not replace traditional monetary policy, but operate in parallel with its exchange rate. The ECB uses both credit easing tools and quantitative easing to combat the financial and debt crisis

The thesis is divided into 4 chapters. It contains 7 graphs, 3 diagrams and 2 attachments.

The first chapter focuses on the theoretical introduction of basic concepts such as monetary policy and its instruments and forms, inflation and deflation and the institutes themselves such as the European Central Bank, the Eurosystem of central banks (ESCB) and the Eurosystem. The second chapter explains the goal of bachelor thesis. The third chapter describes the use of methods used to achieve goal. The fourth chapter contains the results of the work and discussion which is focused more on the ECB's response to the financial crisis and the tools it has used to mitigate the negative impacts.

Key words: Monetary politic, financial crisis, European central bank, interest rate, quantitative easing .

ČESTNÉ VYHLÁSENIE

Čestne vyhlasujem, že bakalársku prácu s názvom: Menová politika ECB v pokrízovom období som vypracoval samostatne, na základe konzultácií a štúdia odbornej literatúry. Neporušil som autorský zákon a zoznam použitej literatúry som uviedol na príslušnom mieste.

Bratislava, 5.5.2019

.....

podpis

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa chcel poďakovať môjmu školiteľovi prof. Ing. Vladimírovi Gondovi, PhD. za cenné rady, pripomienky a trpezlivosť počas vypracovávania bakalárskej práce. Ďakujem aj celej mojej rodine, priateľom a menovite Adriane Jedinákovej za podporu a pomoc.

Predhovor

V bakalárskej práci sa zaoberáme témou Menová politika Európskej centrálnej banky (ECB) v pokrízovom období. Venujeme sa problematike menovej politiky a realizácií jej nástrojov. Opíšeme opatrenia, ktoré podnikla ECB na zmiernenie stavov krízy a ich následkov.

Finančná kríza, ktorá otriasla svetom roku 2007 je jedna z mnohých udalostí, ktorá prepísala dejiny. Vnímam ju ako jeden z historických medzníkov ľudstva, pretože oddeľuje tok času na to, čo bolo „pred krízou“, a na to, čo bolo „po kríze“. V súčasnej dobe je slovo finančná či hospodárska kríza najviac skloňované slovo, či už bežnými ľuďmi, odborníkmi alebo médiami. Zamestnáva vlády a banky po celom svete a jej deštruktívny dopad pocítila spoločnosť v plnom rozsahu. Spracovanie tejto témy vzniklo z dôvodu kombinovaného záujmu o menovú politiku a problematiku hospodárskych a finančných kríz.

Naším cieľom nie je len zosumarizovať kvantá informácií a dať do uceleného prehľadu tejto problematiky a poskytnúť ucelený obraz o fungovaní menovej politiky a nástrojoch, ktorými dokáže regulovať hospodársky systém, ale aj chronologicky zdokumentovať reakcie ECB na finančnú krízu.

Obsah

ÚVOD.....	13
1 SÚČASNÝ STAV RIEŠENEJ PROBLEMATIKY.....	10
1.1 VYMEDZENIE ZÁKLADNÝCH POJMOV.....	10
1.1.1 MENOVÁ POLITIKA: CIELE A NÁSTROJE.....	10
1.1.2 NEPRIAME NÁSTROJE MENOVEJ POLITIKY.....	11
1.1.3 PRIAME NÁSTROJE MENOVEJ POLITIKY.....	14
1.1.4 INFLÁCIA.....	14
1.1.5 DEFLÁCIA.....	15
1.1.6 FORMY MENOVEJ POLITIKY.....	19
1.1.7 EXPANZÍVNA MENOVÁ POLITIKA.....	20
1.1.8 REŠTRIKTÍVNA MENOVÁ POLITIKA.....	21
1.2 MIESTO A ÚLOHA ECB.....	22
1.2.1 EURÓPSKY SYSTÉM CENTRÁLNYCH BÁNK A EUROSYSTÉM.....	22
1.2.2 CIELE A ÚLOHY MENOVEJ POLITIKY ECB.....	23
2 CIEĽ PRÁCE.....	22
3 METODIKA PRÁCE A METÓDY SKÚMANIA.....	23
4 VÝSLEDKY PRÁCE A DISKUSIA.....	24

4.1 CHARAKTERISTIKA FINANČNEJ KRÍZY A JEJ VZNIK.....	24
4.2 REAKCIA ECB NA FINANČNÚ KRÍZU.....	31
4.3 NOVÁ NEŠTANDARDNÁ MENOVÁ POLITIKA.....	32
4.3.1 ZNIŽOVANIE ÚROKOVÝCH SADZIEB DO NULOVÝCH HODNÔT.....	31
4.3.2 FORWARD GUIDANCE.....	32
4.3.3 ZÁPORNÉ DEPOZITNÉ ÚROKOVÉ SADZBY.....	33
4.3.4 KVANTITATÍVNE UVOĽŇOVANIE (QE).....	35
4.4 DISKUSIA.....	41
ZÁVER.....	42
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY.....	40

Zoznam grafov

Graf č. 1.: Vývoj miery inflácie v pokrízovom období do súčasnosti

Graf č. 2.: Expanzívna menová politika

Graf č. 3.: Reštriktívna menová politika

Graf č. 4.: Porovnanie úrokových sadzieb FED s akciovým indexom S&P 500

Graf č. 5.: Vývoj úrokovej miery politikou ECB

Graf č. 6.: Depozitné sadzby ECB a BoJ

Graf č. 7.: Nákup aktív počas kvantitatívneho uvoľňovania

Zoznam schém

Schéma č.1.: Ilustrácia transmisného mechanizmu od úrokových mier do cien

Schéma č. 2.: Zobrazenie štátov sveta, ktoré boli zasiahnuté finančnou krízou
v roku 2008

Schéma č. 3.: Nekonenčné opatrenia menovej politiky

Zoznam skratiek

BoJ – Bank of Japan (Centrálna banka Japonska)

ECB – Európska centrálna banka

ESCB – Európsky systém centrálnych bánk

EÚ – Európska únia

FED – Federálny rezervný systém

HDP – Hrubý domáci produkt

HICP – Harmonizovaný index spotrebiteľských cien

QE – Kvantitatívne uvoľňovanie

USA – Spojené štáty americké

WTC – Svetové obchodné centrum

Úvod

Čím dlhšie trvá obdobie pokoja, tým sa zväčšuje predpoklad, že ide o trvalý pokoj. Avšak ak nastanú prudké zmeny v systéme, o to viac majú deštruktívnejšie účinky. Vo vyspelých ekonomikách bolo obdobie pred krízou obdobím nízkej inflácie, uspokojivého hospodárskeho rastu a stabilného makroekonomického prostredia. Tento stav bol pripisovaný úspešnej menovej politike.

Situácia však od roku 2007 nabrala protichodný smer a globálny hospodársky systém sa začal rúcať ako domček z kariet. Toto obdobie býva častokrát prirovnávané k časom Veľkej hospodárskej krízy v 30. rokoch minulého storočia. Paradoxom situácie je označovanie centrálnych bánk za vinníkov kvôli ich uvoľnenej politike a zároveň aj spasiteľov, ktorí významne pomohli k zmierneniu následkov krízy.

Menová politika má v ekonomike rôzne tváre a práve preto je našim cieľom priblíženie tejto problematiky nielen vo všeobecnosti ale konkrétne v prípade hospodárskej krízy.

Bakalárska práca pozostáva zo štyroch hlavných kapitol. Prvá kapitola je zameraná prioritne na teoretické oboznámenie základných pojmov ako menová politika a jej nástroje a formy, inflácia a deflácia a samotné inštitúty ako Európska centrálna banka, Európsky systém centrálnych bánk (ESCB) a Eurosystem. V druhej kapitole vysvetľujeme cieľ našej bakalárskej práce. Tretia kapitola opisuje využitie metód, ktoré sme využili pri dosiahnutí nášho cieľa. Štvrtá kapitola obsahuje výsledky práce a diskusiu, kde sa podrobnejšie zameriavame na reakciu ECB na finančnú krízu a nástroje, ktoré využila, aby sa zmiernili negatívne dopady.

1 Súčasný stav riešenej problematiky

1.1 Vymedzenie základných pojmov

1.1.1 Menová politika: ciele a nástroje

Menová politika je v krajine s trhovou ekonomikou základom hospodárskej politiky. Vo všeobecnosti je jej cieľom udržanie menovej stability. Týmto spôsobom podporuje celkovú ekonomickú rovnováhu krajiny alebo menovej oblasti. Menová politika je tiež úzko prepojená s finančnou politikou v oblasti regulácie bankového sektora. Nástroje bankovej regulácie totiž bezprostredne ovplyvňujú objem bankových úverov a tým aj tvorbu peňazí a menovú rovnováhu.¹

Menová politika je regulácia operačného cieľa centrálnou bankou prostredníctvom jej nástrojov za účelom dosiahnutia sprostredkujúceho cieľa a nakoniec konečného cieľa. Nástroje menovej politiky predstavujú realizáciu a operačný cieľ je taktikou menovej politiky. Oboje sú označované ako „šróby“ (nuts and bolts) menovej politiky. Sprostredkujúci a konečný cieľ tvoria stratégiu. Vplyv operačného cieľa na cieľ konečný vyjadruje transmisný mechanizmus.²

Ciele menovej politiky sú stanovené zákonom. Prioritným cieľom v centrálnom bankovníctve je zaistenie stability domácej cenovej hladiny resp. cenový vývoj.

Okrem hlavného cieľa môže centrálna banka explicitne stanoviť aj iné ciele pri realizácii menovej politiky:

- rovnováha platobnej bilancie,
- hospodársky rast,
- „plná“ zamestnanosť,
- stabilný menový kurz.

¹ REVENDA, Z; J. KODERA; P. MUSÍLEK; P. DVOŘÁK; M. MANDEL. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5.vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6, s. 320.

² JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II. Menová a kurzová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9, s. 15.

Schéma č.1.: Ilustrácia transmisného mechanizmu od úrokových mier do cien medzeru)



Zdroj: ECB

Ak má centrálna banka stanovený viac ako jeden cieľ, nastáva problém vo vzájomnej kompatibilitate zvolených cieľov. Na základe historických skúseností vieme, že krátkodobu neexistuje absolútna kompatibilita medzi žiadnymi dvoma cieľmi. Snaha o dosiahnutie jedného cieľa ohrozuje možnosť dosiahnutia ďalšieho cieľa.

1.1.2 Nepriame nástroje menovej politiky

Nepriame nástroje sú neadresné a majú plošný dopad. Centrálna banka nimi ovplyvňuje správanie ekonomických subjektov.

Operácie na voľnom trhu

Operácie na voľnom trhu sú uskutočňované z iniciatívy centrálnej banky s domácou menou. Cieľom je dosiahnutie zvolenej úrovne trhovej krátkodobej úrokovej miery. K tomu dochádza tým, že operácie na voľnom trhu (t.j. dodávanie či sťahovanie likvidity) sa vykonávajú za danú trhovú krátkodobú úrokovú mieru.³

³ JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II. Menová a kurzová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9, s. 23.

Pri operáciách na voľnom trhu sa mení likvidita obchodných bánk u centrálnej banky. Musí sa dosiahnuť určitý prebytok likvidity. Ak je likvidita nižšia ako súčet rezervných požiadaviek a prebytkovej likvidity, centrálna banka musí likviditu dodať. Inak by banky neboli schopné plniť rezervné požiadavky, čo by spôsobilo rast trhovej krátkodobej úrokovej miery nad stanovenú úroveň.

Ak je naopak likvidita vyššia než súčet rezervných požiadaviek a prebytkovej likvidity, centrálna banka ju musí stiahnuť. Previs likvidity by mohol viesť k poklesu trhovej krátkodobej úrokovej miery pod stanovenú úroveň.

Tieto operácie môžu mať rôznu podobu. Centrálna banka obvykle v prípade dodávania likvidity:

- poskytuje úvery či termínované vklady obchodným bankám za stanovenú úrokovú mieru; úvery (vklady) zvyčajne poskytuje formou repo obchodov,
- kupuje dlhové cenné papiere od obchodných bánk a to za takú cenu, že výnosnosť do splatnosti dlhových cenných papierov zodpovedá stanovenej úrokovej miere.

Centrálna banka v prípade sťahovania likvidity:

- prijíma úvery či termínované vklady od obchodných bánk za stanovenú úrokovú mieru (hlavne repo obchody),
- predáva dlhové cenné papiere (vrátane emisie vlastných dlhových cenných papierov) obchodným bankám za takú cenu, že výnosnosť do splatnosti dlhových cenných papierov zodpovedá stanovenej úrokovej miere.

Operáciami na voľnom trhu centrálna banka zvyšuje či znižuje úrokové miery. Za účelom zvýšenia inflácie úrokové miery znižuje a tým stimuluje ekonomiku. Ak sa naopak ekonomika začína prehrievať a zvyšuje sa riziko inflácie, centrálna banka zvyšuje úrokové miery.

Automatické nástroje

Centrálna banka umožňuje obchodným bankám vykonávať operácie z ich vlastnej iniciatívy. Pritom sa menia rezervy bánk (likvidita) u centrálnej banky. Ide o tzv. automatické facility. Sú to operácie na trhu s domácou menou s cieľom zvýšenia či zníženia likvidity danej obchodnej banky. Centrálna banka poskytuje obchodným bankám obvykle dva automatické nástroje – vkladový a úverový nástroj.⁴

⁴ JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II. Menová a kurzová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9, s. 25.

Povinné minimálne rezervy

Povinné minimálne rezervy sú nástrojom centrálnej banky na ovplyvňovanie a reguláciu množstva peňazí (teda ponuku peňazí), ale aj na zabezpečenie likvidity bankového sektora. Centrálna banka stanovuje komerčným bankám aké množstvo peňažných jednotiek musia držať v centrálnej banke. Ak sa zvyšuje výška minimálnych rezerv, tak sa odčerpáva likvidita z trhu a ak sa hodnota znižuje, tak sa dodáva likvidita na trhu.

1.1.3 Priame nástroje menovej politiky

Priame (administratívne) nástroje predstavujú silné regulačné zásahy do fungovania bankového systému. Sú považované za trhovo nekomfortné, a preto majú komerčné banky tendenciu ich obchádzať a brániť sa im. Nie sú bežne využívané v trhovách ekonomikách.

Patria sem napríklad:

- ***pravidlá likvidity*** – stanovujú záväznú štruktúru aktív a pasív obchodným bankám,
- ***úverové stropy*** – predstavujú záväzné limity v činnosti obchodnej banky, pričom môžu byť relatívne (napr. maximálna výška úverov centrálnej banky pre obchodnú banku), alebo absolútne (napr. limit komerčných úverov pre bankový sektor ako celok),
- ***limity úrokových sadzieb*** – stanovenie maximálnych úrokových sadzieb z úverov a maximálnych alebo minimálnych úrokových sadzieb z vkladov,
- ***povinné vklady*** – záväzná výška vkladov obchodnej banky v centrálnej banke,
- ***odporúčania, výzvy, dohody*** – sú to všeobecné priania centrálnej banky, ktorými deklaruje svoje záujmy voči komerčným bankám, ktoré ich dodržiavajú v rámci dobrých vzťahov s centrálnou bankou.

1.1.4 Inflácia

V trhovej ekonomike sa môžu ceny tovarov a služieb kedykoľvek meniť. Niektoré ceny rastú, iné zasa klesajú. O inflácii hovoríme vtedy, keď dochádza k všeobecnému rastu cien tovarov a služieb, nie len k rastu cien jednotlivých položiek. To znamená, že za jedno euro sa toho dá kúpiť menej ako v minulosti, resp. euro má menšiu hodnotu ako kedysi.⁵

⁵ Európska centrálna banka: Čo je inflácia? [online].

URL: ><https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.sk.html> [Cit. 2019-03-25]

Pod pojmom inflácia v národnom hospodárstve teda rozumieme všeobecný nárast cenovej hladiny statkov, výsledkom čoho je zníženie kúpnej sily peňazí a ich znehodnotenie.

Termín inflácia nevytvára len negatívnu perspektívu. Jej výhodami sú napr. príjmy štátu alebo centrálnej banky z tvorby peňazí, tieto výnosy vznikajú rozdielom medzi nominálnou alebo reálnou hodnotou meny.

Graf č. 1.: Vývoj miery inflácie v pokrízovom období do súčasnosti



Zdroj: Trading Economics

Pre inštitút ECB je prioritne dôležitá tzv. jadrová inflácia, čo predstavuje výpočet miery inflácie, ktorý nezohľadňuje cenu energií a potravín. Výsledok jadrovej inflácie je dôležitý pre zavedenie menovo-politických opatrení.

1.1.5 Deflácia

Opakom pojmu inflácia je pojem pod názvom deflácia, pod ktorým rozumieme pokles všeobecnej cenovej hladiny tovarov a služieb v národnom hospodárstve. Deflácie nastáva, ak miera inflácie klesne pod úroveň 0 %, teda do záporných hodnôt. Ak inflácia spôsobuje zníženie reálnej hodnoty peňazí a ich znehodnotenie, deflácie spôsobuje presný opak, čiže reálnu hodnotu peňazí zvyšuje. Tým pádom je možné nakupovať viac tovarov za ten istý objem peňazí.

V modernej ekonomike prevláda myšlienka, že deflácia je ekonomickým problémom, pretože zvyšovaním hodnoty peňazí sa zvyšuje aj hodnota dlhu a to môže zhoršiť recesiю a viesť k deflačnej špirále, teda k tzv. odkladaniu spotreby. Strach z deflácie bol hlavným dôvodom, prečo Federálny rezervný systém (FED) začal s prvým programom kvantitatívneho uvoľňovania (QE).

Rovnako ako inflácia, tak aj deflácia nemusí vytvárať len negatívnu perspektívu, napr. v 19. storočí v USA dochádzalo k deflácií počas celého storočia vplyvom technologického pokroku, ktorý vytváral trvalý a výrazný hospodársky rast.

1.1.6 Formy menovej politiky

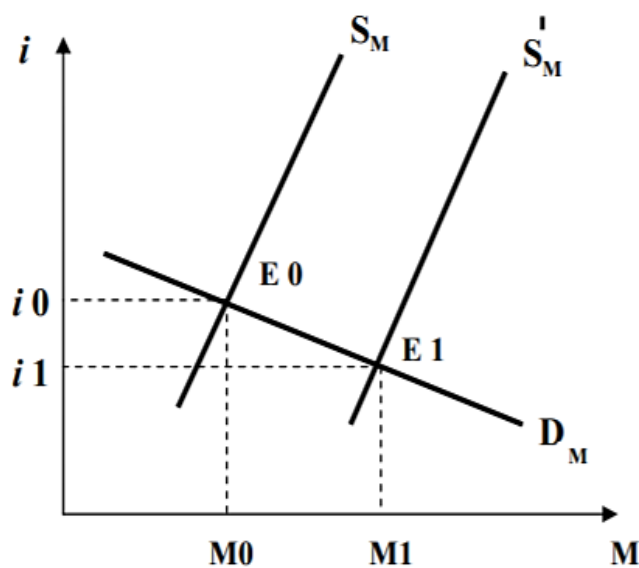
Centrálne banky môžu vykonávať dva typy menovej politiky, a to expanzívnu a reštriktívnu politiku. Opíšeme, aké majú oba typy dopad na rovnováhu na peňažnom trhu. Musíme si uvedomiť, že zmeny v ponuke peňazí neprebiehajú oddelene od zmeny dopytu po peniazoch. Aj napriek tejto skutočnosti však budeme predpokladať, že dopyt po peniazoch sa nemení a nebudeme prihliadať na zmeny v dopyte po peniazoch.

1.1.7 Expanzívna menová politika

Expanzívna menová politika je akcia centrálnej banky, ktorá spočíva v znížení krátkodobej úrokovej miery. To znamená, že sa zníži úroková miera, pri ktorej sa vykonávajú operácie dodávania či sťahovania likvidity. Tým sa znižujú aj ostatné úrokové miery v ekonomike. Obchodné banky reagujú vyššou ochotou poskytovať nové úvery a klienti sú aktívnejší v prijímaní týchto úverov. Okrem toho, podniky aj domácnosti viac utrácajú a zvyšuje sa rýchlosť obehu peňazí. Expanzívna menová politika sa používa na stimuláciu ekonomiky. Centrálna banka uplatňuje expanzívnu menovú politiku v situácii vysokých úrokových mier, slabej ekonomiky, vysokej nezamestnanosti a malých obáv o infláciu. Akonáhle sa úrokové miery dostatočne znížia a ekonomika sa stimulovala, centrálna banka sa opäť zameria na infláciu.⁶

Na nasledujúcom obrázku vidíme najjednoduchší prípad expanzívnej menovej politiky a jej vplyv na peňažný trh.

Graf č. 2.: Expanzívna menová politika



Zdroj: PAČESOVÁ, Hana. Makroekonomie: 2. díl. Praha: ČVUT, 2006. ISBN 80-01-03579-4, s. 15.

Pri nezmenenom dopyte po peniazoch sa zvýši ponuka peňazí ako dôsledok expanzívnej menovej politiky centrálnej banky. Rovnováha sa presúva z bodu E0 do bodu E1. Úrokové sadzby sa znížia z úrovne i_0 na úroveň i_1 a množstvo peňazí v obehu vzrastie z M_0 na M_1 .

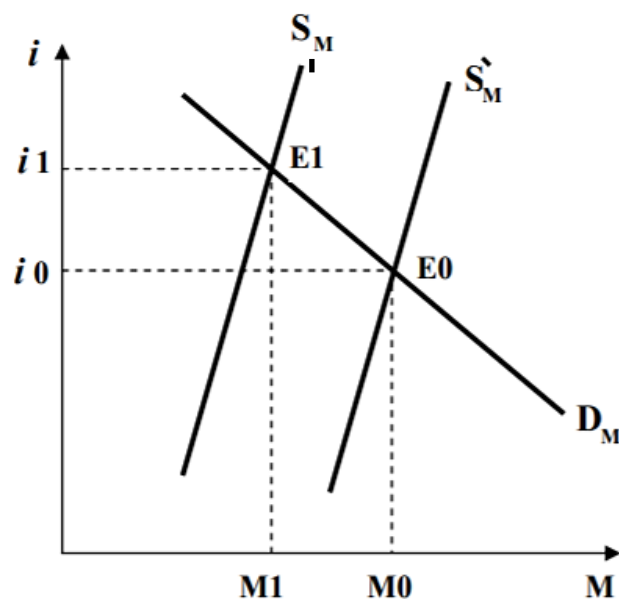
⁶ JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2004. ISBN 80-247-0769-1, s. 378.

1.1.8 Reštriktívna menová politika

Reštriktívna menová politika spočíva v zvýšení trhovej krátkodobej úrokovej miery. Tým sa zvýšia aj ostatné úrokové miery v ekonomike. Na to zareagujú obchodné banky nižšou ochotou poskytovania nových úverov a klienti sú zdržanlivejší v prijímaní nových úverov. Podniky a domácnosti menej utrácajú, teda sa znižuje rýchlosť obehu peňazí v ekonomike. Reštriktívna menová politika sa vykonáva v prípade hrozby inflácie. Centrálna banka túto politiku uplatňuje pri nízkych úrokových mierach, pri príliš rýchlom raste ekonomiky spojenom s rastom miezd a spotrebných cien.⁷

Na nasledujúcom obrázku vidíme najjednoduchší prípad menovej reštrikcie.

Graf č. 3.: Reštriktívna menová politika



Zdroj: PAČESOVÁ, Hana. Makroekonomie: 2. díl. Praha: ČVUT, 2006. ISBN 80-01-03579-4, s. 16.

Centrálna banka reštrikciou znižuje ponuku peňazí. Rovnovážny bod sa presúva z E0 do E1, klesá množstvo peňazí v obehu a úroková miera rastie.

⁷ JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2004. ISBN 80-247-0769-1, s. 386.

1.2 Miesto a úloha ECB

Jednotná menová politika je postavená na právnych základoch Zmluve o fungovaní Európskej únie, štatútu Európskeho systému centrálnych bánk a Európskej centrálnej banky. Na základe tohto štatútu bola k 1. júnu 1998 založená ECB a Európsky systém centrálnych bánk. ECB je jadrom Eurosystemu a ESCB. ECB a národné centrálné banky spoločne vykonávajú zverené úlohy a vytyčujú si ciele, ktoré je potrebné dosiahnuť. ECB má právnu subjektivitu podľa medzinárodného verejného práva. Sídlo ECB sa nachádza vo Frankfurtu v Nemecku a táto inštitúcia zastrešuje vyše 2 500 zamestnancov.

Dňom 1.1.1999 ECB prevzala od 11 národných centrálnych bánk eurozóny zodpovednosť za ich menovú politiku a začala vytvárať jednotnú menovú politiku. Vzájomné kurzy krajín eurozóny boli zafixované v pevnom pomere ku spoločnej mene – euru.

Európska centrálna banka má k dispozícii kapitál v rozsahu 5 miliárd eur v podobe akcií, ktorých upisovateľmi a držiteľmi môžu byť výhradne centrálné banky členských krajín Európskej únie (EÚ). Podiely nie je možné prevádzať, zablokovať, ani dať do zálohy. Ich hodnota bola stanovená na základe podielu hrubého domáceho produktu (HDP) a podielu počtu obyvateľov v Európskej únii v rokoch 1993 až 1997. Podobným mechanizmom boli vytvorené devízové rezervy Európskej centrálnej banky, ktoré dosahujú výšku 50 miliárd eur a podľa rovnakých podielov sa rozdeľujú výnosy z emisie peňazí.⁸

1.2.1 Európsky systém centrálnych bánk a Eurosystem

Európsky systém centrálnych bánk sa skladá z Európskej centrálnej banky a centrálnych bánk členských štátov Európskej únie (teda aj tých, ktoré nie sú členmi eurozóny). Právnym základom na vznik ESCB je Zmluva o Európskej únii alebo neoficiálne Maastrichtská zmluva, podpísaná v Maastrichte 7. februára 1992, ktorá vstúpila do platnosti 1. novembra 1993 ako súčasť realizácie hospodárskej a menovej únie.

⁸ Domovská stránka ECB [online].

URL: ><https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>< [Cit. 2019-03-28]

Základné princípy činnosti ESCB sú:

- udržiavanie cenovej stability
- vytváranie a realizácia jednotnej menovej politiky
- podpora stability menových kurzov
- správa devízových rezerv
- starostlivosť o riadny chod systému centrálnych bánk.

Rozdiel medzi ESCB a Eurosystémom je ten, že Eurosystém sa skladá z ECB a centrálnych bánk krajín, ktoré prijali jednotnú menu – euro. Hlavným cieľom Eurosystému je udržiavať v eurozóne cenovú stabilitu a chrániť tak kúpnu silu eura. Zabezpečenie cenovej stability je najdôležitejším príspevkom, ktorým môže menová politika napomáhať pri vytváraní priaznivého ekonomického prostredia a zabezpečovaní vysokej úrovne zamestnanosti. V rámci jednotnej menovej politiky oznámila ECB presnú definíciu svojho hlavného cieľa. Cenová stabilita bola definovaná ako medziročné zvýšenie spotrebiteľských cien menšie ako dve percentá, pričom cieľom je udržať cenovú stabilitu zo strednodobého hľadiska.

Základné úlohy Eurosystému sú:

- určuje a vykonáva menovú politiku v eurozóne,
- vykonáva devízové obchody, uschováva a spravuje oficiálne rezervy krajín eurozóny,
- vydáva bankovky v eurozóne,
- podporuje hladký chod platobných systémov.

1.2.2 Ciele a úlohy menovej politiky ECB

Primárnym cieľom menovej politiky Eurosystému je udržiavanie cenovej stability. Kvantitatívnou definíciou cenovej stability je podľa Rady guvernérov ECB „medziročný rast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v eurozóne pod 2 %.“ Rada guvernérov ďalej upresňuje, že jej cieľom je udržať miery inflácie „pod, avšak v blízkosti 2 % v strednodobom horizonte“.

Zakladajúca zmluva spomína okrem primárneho cieľa menovej politiky Eurosystému aj sekundárny cieľ, ktorým je podpora ekonomických opatrení, ktorých cieľom je dosahovanie „vysokej úrovne zamestnanosti“ a „udržateľného neinflačného ekonomického rastu“. Zakladajúca zmluva tiež určuje hierarchiu cieľov menovej politiky Eurosystému, pričom dosahovanie cenovej stability má pred sekundárnymi cieľmi prednosť. Udržanie cenovej stability je chápané ako hlavný príspevok menovej politiky k zaisteniu priaznivých ekonomických podmienok a vysokej miery zamestnanosti.⁹

Úlohy ECB:

1. dbať o udržanie cenovej stability v rámci Európskeho menového systému (boj proti inflácií);
2. vykonávať operácie na voľnom trhu;
3. podporovať všeobecnú hospodársku politiku Spoločenstva;
4. definovať a riadiť menovú politiku Spoločenstva;
5. riadiť devízové obchody;
6. spravovať devízové rezervy zúčastnených štátov;
7. podporovať hladké fungovanie platobných systémov;
8. podieľať sa na programoch kompetentných úradov zameraných na stabilitu finančného systému;
9. povoľovať vydávanie euro bankoviek v Spoločenstve (má na to výhradné právo);
10. bankový dohľad ECB, ktorý zabezpečujú dva subjekty – Výbor pre bankový dohľad a Kontaktná skupina. Subjekty však nemajú výkonné právomoci. Multilaterálna spolupráca je obmedzená a hlavnou formou zostáva iba dvojstranná spolupráca medzi inštitúciami dohľadu príslušných krajín, ktorá má základ v tzv. memorandách o spolupráci.

⁹ Úradný vestník C 326 , 26/10/2012 S. 0001 – 0390, Konsolidované znenie Zmluvy o Európskej únii a Zmluvy o fungovaní Európskej únie

2 Cieľ práce

Cieľom bakalárskej práce je charakterizovať menovú politiku ECB po finančnej kríze, prioritne preskúmať a zhodnotiť jej nástroje a prechod od tradičnej menovej politiky ku nekonvenčným nástrojom. Zameriavame sa hlavne na reakciu ECB, analyzujeme a zhodnotíme jej správanie, ktorým sa snažila zmierniť dopady finančnej krízy.

Naším vedľajším cieľom je poskytnúť čitateľovi odpovede na správanie ECB a pochopiť otázky súvisiace s menovou politikou a jej nástrojmi na tlmenie situácie v hospodárskom systéme, ktorá nastala vplyvom finančnej krízy.

3 Metodika práce a metody skúmania

Pri dosahovaní cieľov našej bakalárskej práce sme využili niekoľko metód aby sme priblížili problematiku našej práce a poskytli jej prehľad. V prvej časti resp. predprípravnej časti je to štúdium odbornej literatúry a zozbieranie faktov a údajov. V nasledujúcich častiach sme použili metódu komparácie dostupných informácií a údajov o situácií v čase krízy a v pokrízovom období. Pri sumarizácii zozbieraných údajov sme použili metódu analýzy a syntézy, kde sme podrobne analyzovali postupy ECB na potlačenie negatívnych dopadov finančnej krízy a aké opatrenia prijala ako menová autorita a ich účinnosť. V záverečnej kapitole zhodnocujeme situáciu a poskytujeme náš názor na otázky riešené v práci.

4 Výsledky práce a diskusia

4.1 Charakteristika finančnej krízy a jej vznik

Pod pojmom dlhová kríza môžeme rozumieť buď externú alebo internú dlhovú krízu. V prvom prípade sa jedná o situáciu, kedy dochádza k neschopnosti splácať súkromný či štátny zahraničný dlh. Externá dlhová kríza môže byť označovaná aj ako kríza zahraničného dlhu. Interná dlhová kríza predstavuje situáciu, ku ktorej dochádza, ak sa aktérmi úverových vzťahov stanú domáce subjekty. Prejavuje sa platobnou neschopnosťou firiem, nárastom objemu klasifikovaných úverov.

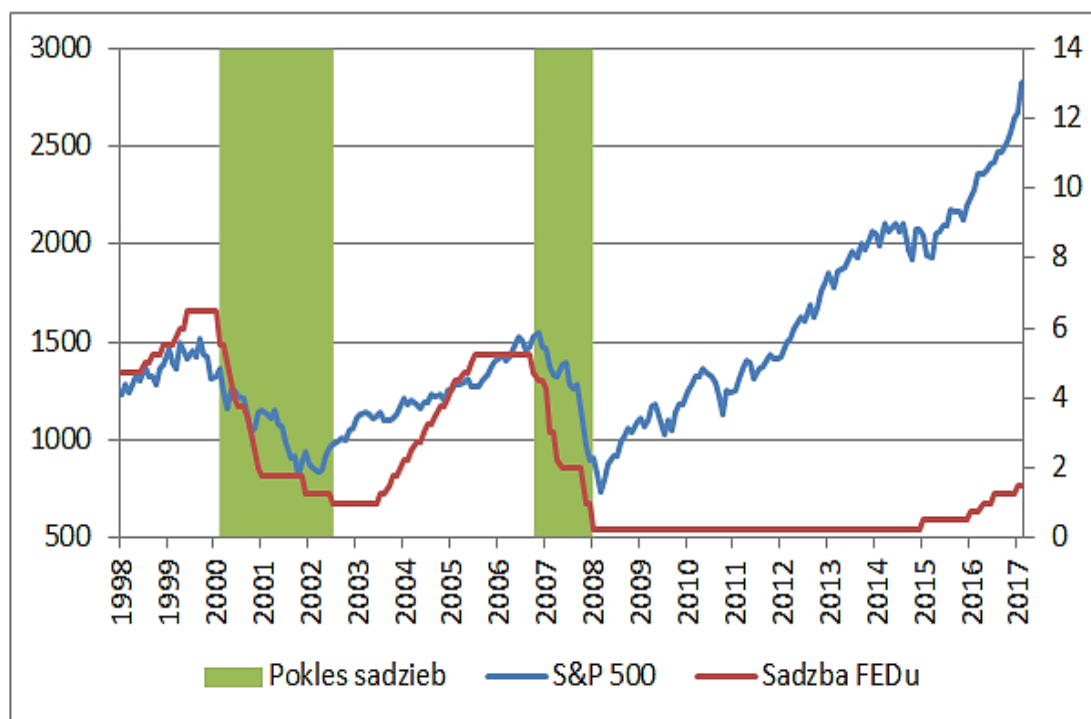
Obidva typy dlhovej krízy (najmä ak prebiehajú súčasne) veľmi často ústia do bankovej či menovej krízy a následne do finančnej krízy. Všeobecne sa za uspokojujúcu považuje zadlženosť do 40 % HDP. V prípade jej rastu výrazne nad túto hranicu sa zvyšuje aj riziková prirážka požadovaná zahraničnými investormi a bez makroekonomickej reštrikcie sa roztáča špirála ďalšieho prehĺbovania zadlženosti ústiaca do dlhovej pasce, prípadne finančnej krízy.¹⁰

Finančná kríza, ktorej sa venuje bakalárska práca je považovaná za najväčšiu a najdeštruktívnejšiu krízu od Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch minulého storočia. Prvopočiatky krízy začínajú v rokoch 2000-2001, keď začínala praskať technologická bublina na Wall Street. Reakcia na túto skutočnosť bola posilnená udalosťou zo dňa 9. septembra 2011, kedy sa odohral teroristický útok na Svetové obchodné centrum (WTC). Vplyvom týchto udalostí sa americká ekonomika posunula do miernej recesie. FED sa rozhodol reagovať na túto situáciu znížením základnej úrokovej sadzby zo 6,5 % (v roku 2001) na úroveň 1,0 % (v roku 2003).

¹⁰JANÁČKOVÁ, S.: Krize eurozóny a dlhová krize vyspělého světa, Praha. CEP-centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. ISBN: 978-80-86547-95-4, str. 104

Vývoj úrokových sadzieb v Spojených štátoch amerických (USA) expanzívnu politikou FED-u v porovnaní s americkým akciovým indexom, ktorý je založený na základe trhovej hodnoty 500 najväčších amerických spoločností, ktorých akcie je možné obchodovať na burze (S&P 500) je znázornený v grafe č. 4.

Graf č. 4.: Porovnanie úrokových sadzieb FED s akciovým indexom S&P 500



Zdroj: Kamil Boros

Cieľom tejto expanzívnej menovej politiky bolo naštartovanie ekonomického rastu prostredníctvom úverovej expanzie a lacných peňazí.

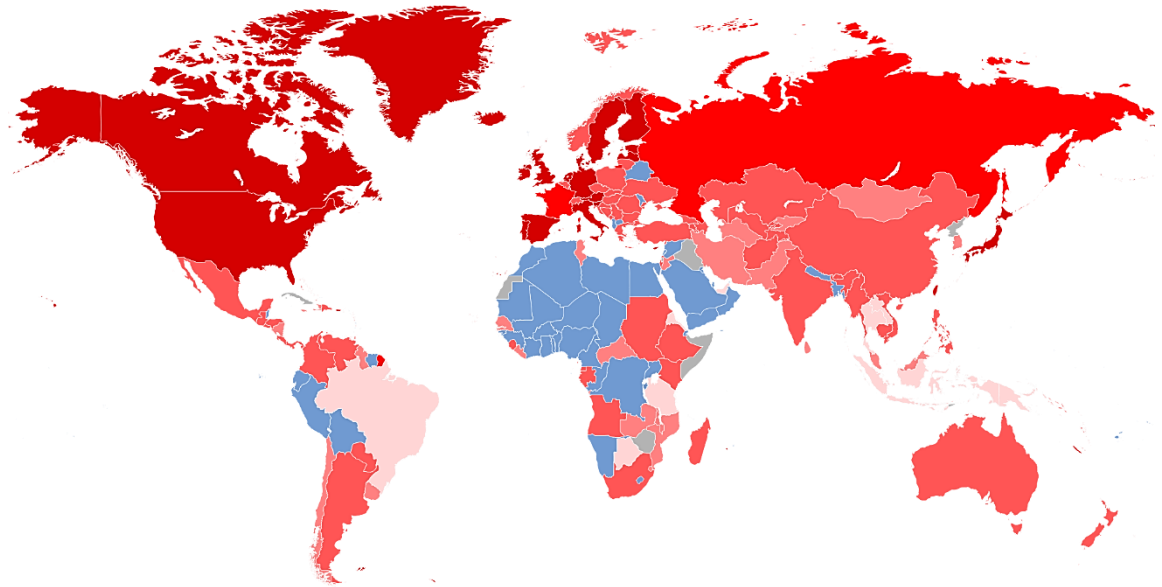
Finančná kríza sa spája najmä s lokálnym problémom na hypotekárnom trhu v USA v prvej polovici roka 2007. Dôvodom jej vzniku bolo poskytovanie rizikových hypoték skupine obyvateľstva s nižším životným štandardom. Banky poskytovali hypotéky a pôžičky s nízkym úrokom. Príčinu krízy nemajú na svedomí len banky, ale hlavne ratingové spoločnosti, ktoré posudzovali platobnú schopnosť budúcich dlžníkov. Korupciou spoločností dokázali nadobudnúť pôžičku alebo hypotéku aj tí, ktorí ju neboli reálne schopní splácať. Banky sa spoliehali len na overenia ratingových spoločností a dlžníkov už ďalej neoverovali. V priebehu dvoch rokov úroky začali rásť a dlžníci neboli schopní splácať svoje dlhy.

Toto správanie spôsobilo pokles akciových indexov a postupné rúcanie finančných trhov. Banky nemali z čoho ďalej poskytovať pôžičky a hypotéky, pretože ich návratnosť začínala byť nulová a ďalší prílev financií a investícií do tohto sektora neprichádzal. Zlomovým momentom krízy bolo oznámenie najväčšej francúzskej banky BNP Paribas, že nebude poskytovať ďalšie peniaze na rizikové pôžičky z dôvodu nízkej likvidity. Finančné skupiny sa začali zbavovať rizikových akcií a podielov, na čo reagovali aj akciové trhy v Európe, Ázii a USA, ktoré sa začali prepadať.

Ekonomika Európskej únie zostala v prvých vlnách krízy bez väčších následkov. Zlom pre EÚ nastal až v roku 2008, kedy globálny hospodársky systém sa začal spomaľovať. EÚ zažívala najvyšší rast cien za posledných 14 rokov. Prognózy predpovedali, že je nutné očakávať zníženie rastu a nárast inflácie. Vďaka ropným šokom, t.j. prudkému zvýšeniu cien ropy, nastala hrozba, že nárast ceny ropy sa premietne do nárastu miezd a EÚ sa dostane do inflačnej špirály.

Schéma č. 2.:

Zobrazenie štátov sveta, ktoré boli zasiahnuté finančnou krízou v roku 2008



Zdroj: Filipe Menegaz

Na schéme môžeme vidieť zobrazenie štátov celého sveta, ktoré boli zasiahnuté krízou. Najtmavší odtieň červenej predstavuje spomalenie ekonomického rastu o viac ako 1 % po dobu minimálne dvoch kvartálov. Krvavočervený odtieň predstavuje krajiny v recesii, ktoré recesiú nepotvrdili. Stlmovanie odtieňu farby predstavuje vždy krajiny, ktorých ekonomický rast sa spomalil o 1 % a nižšie. Modrou farbou sú vyznačené krajiny, ktoré zaznamenali počas krízy ekonomický rast. Sivou farbou sú označené krajiny, ktoré neboli zasiahnuté krízou.

Kríza vyvrcholila dňa 15. septembra 2008 vyhlásením americkej vlády, že nebude zachraňovať finančné spoločnosti, čo spôsobilo, že investičná banka Lehmann Brothers vyhlásila bankrot. Akciové trhy v USA sa prepadli viac ako útokom na WTC.

V EÚ sa začala pripomínať prognóza, ktorá predpovedala recesiú, ale v tej dobe bola neprípustná a ECB stále váhala a nereagovala

4.2 Reakcia ECB na finančnú krízu

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 citeľne 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.¹¹

Na peňažnom trhu začala prevládať nedôvera, ktorej výsledkom bolo zníženie obchodnej aktivity a zvýšenie cien požičiavaných zdrojov. Prvou reakciou ECB na finančnú krízu bolo zvýšenie objemu likvidity na peňažnom trhu prostredníctvom štandardných menovo-politických nástrojov a dodatočných finančných operácií. Cieľom týchto operácií malo byť sprístupnenie likvidity komerčným bankám prostredníctvom operácií na voľnom trhu. Situáciu sa podarilo zmierniť a ECB naďalej pokračovala v nezmenenom režime menovej politiky. Bankový sektor sa dostal do vyrovnanej pozície, kedy nebol dosahovaný ani prebytok, ani nedostatok.

Po krachu investičnej banky Lehmann Brothers situácia na peňažnom trhu eskalovala do takej miery, že jediným možným riešením pre ECB bolo prevziať úlohu menovej authority. ECB bola donútená vplyvom situácie ustúpiť od štandardných nástrojov a zmeniť nielen výkon menovej politiky, ale aj výkon nekonvenčných opatrení.

¹¹ KOSTELNÝ, Roman. Mimoriadne opatrenia ECB počas globálnej krízy. *BLATEC: odborný bankový časopis*. Bratislava: Národná banka Slovenska, 2014, 22(4), s. 2-6. ISSN 1335-0900.

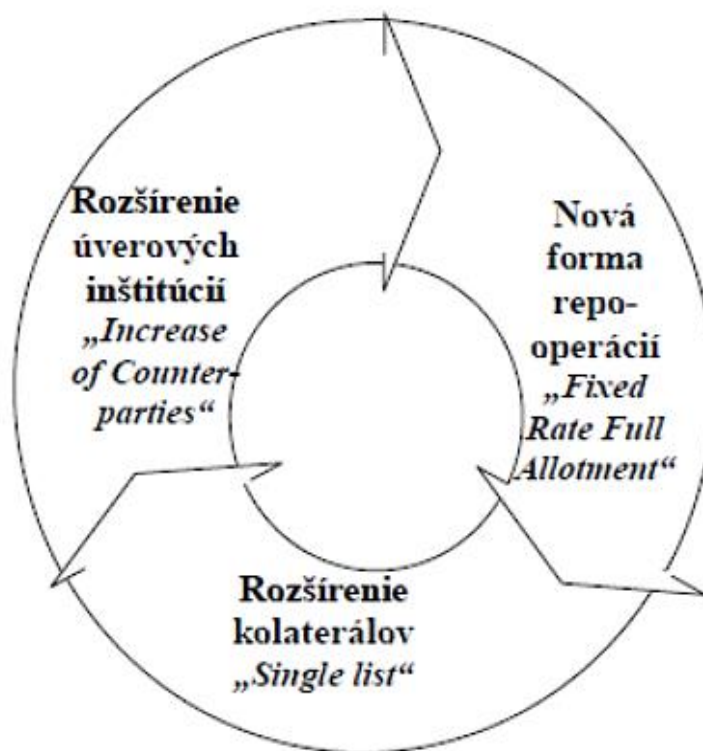
4.3 Nová neštandardná menová politika

V dôsledku patovej situácie, ktorá nastala udalosťami počas finančnej krízy musela ECB zmeniť výkon menovej politiky, pretože vzniknuté problémy nebolo možné odstrániť resp. zmierniť ich dopad štandardnými nástrojmi.

Neštandardnú menovú politiku môžeme definovať ako menovú politiku centrálnej banky s využitím takých nástrojov, ktoré priamo ovplyvňujú náklady alebo množstvo externých zdrojov komerčných bánk a následne ostatné ekonomické subjekty.¹²

Nekonvenčné nástroje menovej politiky majú 3 piliere.

Schéma č. 3.: Nekonvenčné opatrenia menovej politiky



Zdroj: Zimková, Emília (2019). NEŠTANDARDNÁ MENOVÁ POLITIKA EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY. [online]

¹² Zimková, Emília. (2019). NEŠTANDARDNÁ MENOVÁ POLITIKA EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY. [online]

URL:

https://www.researchgate.net/publication/267233505_NESTANDARDNA_MENOVA_POLITIKA_EUROPSKEJ_CENTRALNEJ_BANKY [cit: 2019-04-15].

- Prvým pilierom je možnosť získať úver od komerčných bánk pre obyvateľstvo a podniky. Za tým účelom ECB uviedla do praxe repo operácie „fixed rate full allotment“, ktoré predstavujú stopercentné naplnenie požiadaviek komerčných bánk pri fixnej úrokovej sadzbe, pričom splatnosť týchto operácií je 6 mesiacov. Pred turbulentnými časmi Európska centrálna banka každý týždeň realizovala operácie na voľnom trhu, pričom uvoľnila určité množstvo likvidity úmerné k bezinflačnému potenciálnemu rastu ekonomiky eurozóny a tento objem likvidity bol predmetom aukcie bánk.

- Druhým pilierom nekonvenčných nástrojov ECB je rozšírenie kolaterálov, ktoré centrálna banka akceptuje za poskytovanú likviditu. Vládne cenné papiere, ktoré boli základom prvej skupiny kolaterálov počas štandardného obdobia dnes tvoria iba 44 % z nominálnej hodnoty všetkých kolaterálov na tzv. jednotnom zozname (single list). Zvyšok tvoria súkromné cenné papiere. Celková hodnota týchto kolaterálov v marci 2008 dosiahla 12,2 triliónov eur, čo je približne 130 % HDP eurozóny.

- Tretím pilierom je rozšírenie inštitúcií, ktoré sa môžu do operácií na voľnom trhu zapojiť. Pred krízou sa na operáciách na voľnom trhu mohlo zúčastniť približne 1700 úverových inštitúcií, ktoré splnili predpísané kritériá. Najaktívnejších bolo asi 450 z nich. Od októbra minulého roka (2018) sa ich počet zvýšil na súčasných 2200 inštitúcií a zvyšných 4300 úverových inštitúcií má možnosť naplniť podmienky na to, aby sa stali zmluvnými stranami k ECB na realizáciu operácií na voľnom trhu. Zaujímavé je porovnanie, že pred finančnou krízou FED spolupracoval iba s 20-timi účastníkmi trhu.¹³

¹³ Zimková, Emília. (2019). NEŠTANDARDNÁ MENOVÁ POLITIKA EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY. [online]

URL:

https://www.researchgate.net/publication/267233505_NESTANDARDNA_MENOVA_POLITIKA_EUROPSKEJ_CENTRALNEJ_BANKY [cit: 2019-04-15].

4.3.1 Znižovanie úrokových sadzieb do nulových hodnôt

Ak sa ekonomika prehrieva a existujú inflačné tlaky, centrálné banky môžu prostredníctvom nástrojov menovej politiky, najmä prostredníctvom zvyšovania krátkodobej úrokovej sadzby, dosahovať výsledky v podobe vyšších hypotekárnych splátok. To spôsobuje pokles agregátneho dopytu. Spoločnosti sa ťažšie dostávajú ku kapitálu a to vedie k zvýšeniu úspor a znižovaniu spotreby.

Takéto správanie subjektov spôsobuje stagnáciu v ekonomike a jej postupné znižovanie jej výkonnosti a znižuje infláciu. Tento spôsob je odskúšaný, časom overený a funguje dobre. Ak spotrebitelia utrácajú svoje úspory priveľa, centrálna banka môže vždy zvýšiť úrokovú mieru o niečo viac.

Problém nastáva ak je situácia obrátená. Spotreba nedosahuje dostatočnú úroveň na ekonomický rast a zvyšujú sa výšky úspor. Odpoveďou na túto problematiku je obrátená politika, čo znamená, že centrálné banky znižujú úrokové sadzby, čo spôsobuje podporu dopytu, výsledkom čoho je rast HDP a zamestnanosti.

Možnosti znižovať úrokové sadzby v systéme sú značne obmedzené. Nastavením nulovej úrokovej sadzby a programom kvantitatívneho uvoľňovania sa ECB snaží o znovuvybudovanie dôvery na trhu.

Európska centrálna banka na svojom aprílovom zasadnutí 2019 vyhlásila, že úroková sadzba zostáva na úrovni 0 % (nezmenená od marca 2016) a zopakovala, že očakáva, že kľúčové úrokové sadzby zostanú na rekordne nízkej úrovni aspoň do konca roka 2019, a to v rámci globálneho rastu. Centrálna banka sa tiež zaviazala, že bude dlhodobo reinvestovať peniaze zo splatných dlhopisov.

Graf č. 5.: Vývoj úrokovej miery politikou ECB



Zdroj: Trading Economics

Ak aj toto riešenie nevyrieši situáciu resp. situácia sa začne značne zhoršovať, pretože sadzba nebude už naďalej dostatočná na rast spotreby a úspory budú rásť rýchlejším tempom ako spotreba, takýto proces vedie k hromadeniu úspor, čo spôsobuje znížené množstvo peňazí v ekonomike a spôsobuje nezamestnanosť. ECB nemôže zaviesť negatívne úrokové sadzby, pretože by to vyvolalo situáciu, kedy by ľudia prestávali vkladat' do bánk svoje úspory, čo by predstavovalo „útok na banky“. Už v momentálnej situácii subjekty, ktoré majú uložené peniaze v bankách o ne pomaly prichádzajú resp. úspory nerastú takou úmerou akou by mali.

Pretože ECB vyžaduje od racionálnych subjektov iracionálne správanie, v snahe dosiahnuť rozprúdenie peňazí nielen na finančných trhoch ale aj v ekonomike. Pravým výsledkom tohto správania je to, že dochádza k znehodnoteniu peňazí a týmto zúfalým pokusom sa ECB snaží donútiť ekonomické subjekty k mňaniu peňazí a dosiahnuť inflačný cieľ 2 %.

4.3.2 Forward guidance

Mieru inflácie ECB ovplyvňuje štandardnými menovo-politickými nástrojmi, kľúčovými úrokovými sadzbami tak ako sme si to vysvetlili vyššie. Vďaka nim sa snaží udržiavať mieru inflácie v eurozóne na úrovni 2 %, čo zodpovedá jej cieľu. Ak inflácia už je príliš nízka a zníženie úrokovej sadzby už je nemožné resp. neefektívne, tak sú potrebné iné nástroje, ako napr. signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky (forward guidance).

Na základe hodnotení o cenovej stabilite a iných prognóz poskytuje ECB informácie o budúcej menovej politike, ktorú bude vykonávať. ECB začala signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky používať v júli 2013, keď Rada guvernérov ECB oznámila, že úrokové miery zostanú podľa jej očakávaní na nízkej úrovni počas dlhšieho obdobia. Odvtedy bola formulácia signalizácie menovej politiky ECB viackrát upravená. V súčasnosti objasňuje zámery Rady guvernérov nielen v súvislosti s očakávaným budúcim vývojom kľúčových úrokových sadzieb ECB, ale aj pokiaľ ide o horizont jej programu nákupu aktív. V záujme zachovania dôveryhodnosti musí byť obsah signalizácie budúcich zámerov menovej politiky ECB vždy v súlade s tým, ako Rada guvernérov hodnotí súčasnú ekonomickú situáciu a výhľad budúceho vývoja, najmä pokiaľ ide o infláciu.¹⁴

¹⁴ Domovská stránka ECB [online].

URL: > https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.sk.html<

[Cit. 2019-04-27]

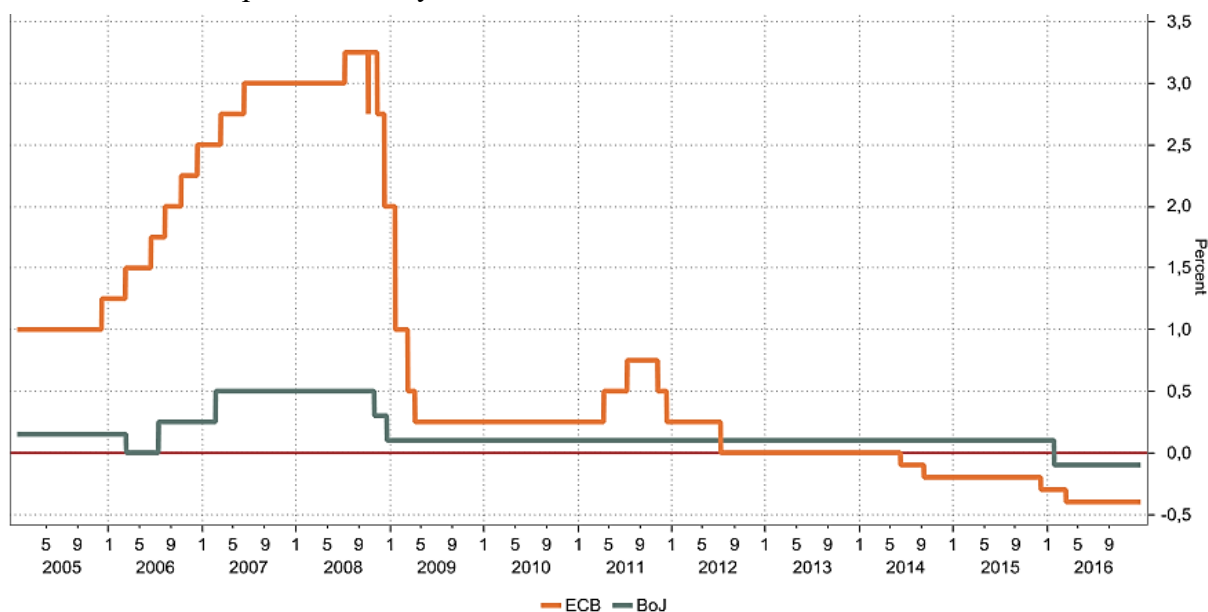
Pre lepšie pochopenie tohto nástroja uvidíme príklad ako Forward guidance funguje v praxi. Predpokladajme, že ECB vydá oznámenie o zotrvaní úrokovej miery v nízkych hodnotách. Výsledkom tohto vyhlásenia je reakcia komerčných bánk v podobe zníženia úrokových sadzieb na nižšiu úroveň, pretože predpokladajú, že ak sa dostanú do krízovej situácie, môžu si požičať od ECB s nízkym úrokom. To znamená, že ekonomické subjekty dostanú úvery lacnejšie a to podmieňuje napr. nákup nehnuteľností. Takýmto spôsobom môže ECB ovplyvňovať správanie subjektov a podporovať ich k spotrebe a investíciám. Výsledkom je stimulácia ekonomického rastu a úroveň inflácie sa vracia na úroveň, ktorá je v rozmedzí s cenovou stabilitou. Týmto nástrojom pomáha ECB ekonomickým subjektom vytvoriť si predstavu o budúcom vývoji menovej politiky a úverových nákladoch. Celý tento nástroj však funguje len čisto na teoretickej báze, pretože častokrát vyvoláva práve opačné správanie.

4.3.3 Záporné depozitné úrokové sadzby

Záporná úroková sadzba bola donedávna len fenoménom ekonomickej teórie. Existenciu takéhoto nástroja ekonómia neskúmali v značnej miere, pretože predpokladali, že nemôže nastať situácia, keby by sa centrálné bankovníctvo uchýlilo k takémuto rozhodnutiu. V praxi sa táto sadzba premieta tak, že veriteľ platí úroky za úver dlžníkovi. Znie to absurdne a nepredstaviteľne.

Dňa 11. júna 2014 sa tento fenomén stal skutočnosťou, keď ECB znížila jednodňovú sterilizačnú sadzbu z hodnoty 0 % na -0,1 %. Jednodňová sterilizačná sadzba predstavuje v praxi sadzbu, za ktorú sa denné prebytky rezerv komerčných bánk ukladajú do ECB na jeden deň v rámci eurozóny. Využitie predstavovalo záchranu z dopadov finančnej krízy. Eurozóna sa totiž vplyvom krízy nenachádzala už len v hospodárskej stagnácii, ale aj v narušenom inflačnom prostredí (miera inflácie sa znížila pod 2 %). Spoločne s Bank of Japan (BoJ) odštartovala tento „experiment“, dôvodom bolo to, že Japonsko sa nachádzalo v podobnej situácii ako eurozóna.

Graf č. 6.: Depozitné sadzby ECB a BoJ



Zdroj: Macrobond

Od júna 2014 sa miera úrokovej sadzby znížila na hodnotu -0,4 % a zastavila od marca 2016. Cieľom tejto netradičnej úrokovej sadzby je vytvorenie tlaku na komerčné banky, aby svoje rezervy namiesto sporenia poskytli aj rizikovejším subjektom alebo investíciám aj na dlhšiu dobu, aby minimalizovali straty z týchto krátkych obchodov s ECB. Ďalšou možnosťou je nákup aktív.

Želaný efekt by sa mal prejavovať ako zotavenie ekonomiky a udržanie stabilného cenového rastu, čo predstavuje mieru inflácie 2 %. Aj napriek tomu, že záporné sadzby majú množstvo výhod, ktoré sú len na papieri, je nutné sa prioritne pozrieť na negatíva. Prvým negatívom je zvyšovanie poplatkov bánk alebo dokonca zvýšenie úrokových sadzieb, čo je presným opakom snahy ECB. Dôvodom je to, že zadlžovanie subjektov je príliš lacné z dôvodu nízkych úrokov na vkladoch a úveroch, to znižuje maržu bánk, ktoré musia túto hodnotu premietnuť do uvedených záporov. Ďalším negatívom je zníženie ochoty subjektov o vklady a investície. Namiesto terminovaných vkladov budú subjekty vyhľadávať skôr krátkodobé vklady a bežné účty. To ovplyvňuje v značnej miere aj banky, pretože nastáva problém v podobe získavania dlhodobých finančných zdrojov. Dôsledkom toho budú banky spoločne s investormi vyhľadávať rizikovejšie investície, napr. na akciovom trhu, čo môže mať za následok vytvorenie špekulatívnych bublín na trhu.

Najväčším problémom je situácia, ku ktorej sa smeruje. Trh si začína zvykať na negatívne sadzby, čo predstavuje hrozbu ako sa dostať z úrovne negatívnych úrokových sadzieb na úroveň normálnu bez toho aby nedošlo ku zlyhaniu úverov a aby to dostatočne nevyviedlo trh z miery, v ktorej sa nachádza.

Otázkou teda zostáva ako dlho budú negatívne sadzby pretrvávať a na akú úroveň môžu klesnúť? Efektívna hranica je odhadovaná približne na -0,5 %, t.j. hranica, pri ktorej sú ľudia ochotní vkladať svoje financie do bánk. Vzhľadom na súčasnú situáciu, ktorá je na trhu, nie je pravdepodobné, že sadzba bude ďalej klesať. Horšie je to s otázkou času, nad ktorou sa dá len špekulovať ako dlho budú sadzby trvať. Závisí to prioritne od vývoja miery inflácie, ku ktorej sa ECB nepribližuje (cieľová miera inflácie 2 %). ECB bude preto musieť pozorne sledovať ekonomiku v eurozóne, aby obmedzila čo najviac negatívnych dopadov a dosiahla svoj predpokladaný cieľ.

4.3.4 Kvantitatívne uvoľňovanie (QE)

Kvantitatívne uvoľňovanie sa označuje ako jeden z najkontroverzejších nekonvenčných nástrojov centrálneho bankovníctva. Podstata tohto nástroja spočíva v zvyšovaní peňažnej zásoby určitej meny. Používa sa ako záchranný nástroj v časoch recesie alebo finančnej krízy, keď už žiaden z iných nástrojov nezaberá.

Cieľom ako u každého neštandardného nástroja menovej politiky je naštartovať ekonomiku resp. hospodársky rast tým, že sa zvýši spotreba. Tento cieľ sa dosahuje prostredníctvom nových peňazí a úverovej politiky. Proces QE začína nákupom centrálnej banky vybraných aktív ako napr. dlhopisy, akcie alebo iné cenné papiere od bánk alebo iných inštitúcií. Rozdiel spočíva na predávajúcej strane, ak je to banka tak zvyšuje finančné prostriedky resp. rezervy, ktorými banka disponuje. To by malo vyvolať nielen tvorbu nových úveroch, ktoré môžu poskytnúť subjektom, ale aj kupovanie ďalších aktív. Pri iných subjektoch ako banky na strane predávajúceho QE umožní zvýšenie množstva peňazí, ktorými disponuje, čo by malo vyvolať výsledok nákupu ďalších aktív.

Od programu QE sa na trhu očakáva:

- **Zvýšenie cien aktív** – kupovaním aktív centrálnej banky na trhu sa vytvára dodatočný dopyt po týchto aktívach a to zvyšuje ich cenu a znižuje cenu dlhopisov. Zvyšujúce ceny akcií lákajú nových investorov a nové investície.

- **Zvýšenie množstva úverov** – zvýšením množstva peňazí v bankovom sektore, ktoré môžu byť poskytnuté vo forme úverov, ktoré môžu byť znova použité na nákup aktív.

- **Stanovenie miery inflácie na 2 %** - dosiahnutie cielenej miery inflácie podľa ECB resp. navrátiť ju do úrovne pred krízou.

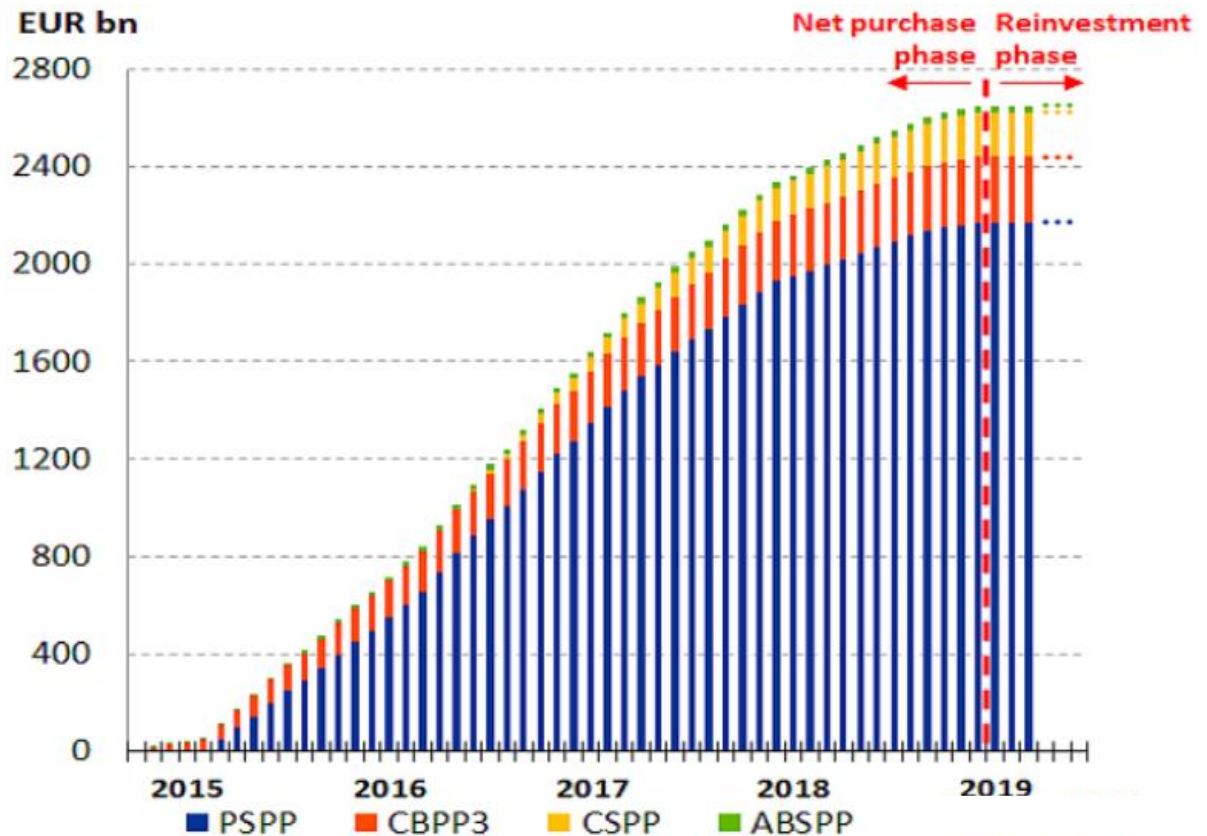
V máji 2009 prebehol prvý jednorazový nákup krytých dlhopisov v hodnote 60 miliárd €. Dramatická zmena nastala dňa 22. januára 2015, keď prezident ECB Mario Draghi oznámil rozšírený program nákupu aktív v hodnote 60 miliárd € mesačne, ktorý mal začať v marci toho roku. V mesiaci marec bola táto hodnota dokonca prekročená až na 62 miliárd €. Program mal trvať do septembra 2016 najmenej do hodnoty 1,1 bilióna €. Draghi oznámil, že program QE bude pokračovať do doby, kým nenastane pokračujúca zmena miery inflácie. Toto tvrdenie odvolával na základe potreby ECB bojovať proti hroziacej deflácií v eurozóne. Až 86 % celkových nákupov v danom období bolo použitých na nákup štátnych dlhopisov krajín eurozóny. ECB teda programom QE podporila novými peniazmi najmä tých, ktorí majú tendenciu využívať peniaze menej efektívnejšie než súkromný sektor. Skutočným výsledkom bolo to, že ECB podporila štáty v nezodpovednom správaní, ktoré nemajú záujem o zníženie výdavkov. ECB si začala uvedomovať dôsledky tohto rozhodnutia, preto dňa 10. marca 2016 zvýšila mesačné nákupy na 80 miliárd €, kde začala zahŕňať aj korporátne dlhopisy. Nákup štátnych dlhopisov však ostal nezmenený. Práve preto QE v takomto prevedení bolo viac škodlivejšie než sa dalo predpokladať.

Program QE bol oficiálne ukončený v decembri 2018 rozhodnutím Rady guvernérov. Za celé pôsobenie programu ECB nakúpila dlhopisy vo výške vyše 2,6 bilióna €. Draghi sa však vyjadril, že nakupovanie aktív nekončí, čím narážal na refinancovanie istín zo splatených cenných papierov, ktoré ECB nakúpila počas QE.¹⁵ Refinancovanie bude pokračovať do doby, kým to bude potrebné.

¹⁵ Report z finančnej správy ECB z decembra 2018 [online].

URL: > <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201812.en.pdf>

Graf č. 7.: Nákup aktív počas kvantitatívneho uvoľňovania



Zdroj: ECB

PSPP - nákupy dlhopisov verejného sektora,
 CBPP3 - nákupy krytých dlhopisov,
 CSPP – nákupy korporátnych dlhopisov
 ABSPP – nákupy cenných papierov krytými aktívami

Na grafe môžeme vidieť presný vývoj programu QE a prerozdelenie aké aktíva ECB kupovala od roku 2015 až po súčasnosť.

Nástroj kvantitatívneho uvoľňovania sa stal štandardným nástrojom ECB, ktorý môže kedykoľvek použiť v mimoriadnych prípadoch.

4.4 Diskusia

Na základe zistených analýz údajov a informácií sme dospeli k záveru, že ECB sa snaží o dosiahnutie hlavného cieľa, teda stabilného rastu cenovej hladiny aj napriek deflačným tlakom, ktoré pôsobia na ekonomiku. Vzhľadom na rozsah produkčných možností eurozóny je nízky dopyt po peniazoch, čo spôsobuje, že inflácia nerastie takým tempom, akým by ECB očakávala pri nulových úrokových sadzbách. Základným determinantom správneho fungovania moderného ekonomického systému je prítomnosť dostatočného množstva peňažných jednotiek, ktoré pri určitej rýchlosti obehu dokážu zabezpečiť ekonomický rast. Ak je nedostatok peňažných jednotiek v obehu, nastáva stagnácia ekonomického rastu a narušenie trhového hospodárstva vplyvom nedostatočnej spotreby, investícií alebo oboch faktorov súčasne. Jedným z dôvodov prečo sa ECB nedarí dosahovať stanovenú mieru inflácie je aj skutočnosť, že ekonomiky niektorých krajín eurozóny sa prehrievajú, zatiaľ čo ekonomiky iných krajín nedosahujú tempo ekonomického rastu ich plného potenciálu. Výsledkom snahy ECB o dosiahnutie stanoveného cieľa je využitie všetkých dostupných nástrojov a prechod od štandardných nástrojov k nekonvenčným. Aj napriek ich využitiu však ECB stále nedosahuje ciele, ktoré si stanovila.

V rámci analýzy neštandardných menovo-politických nástrojov sme dospeli k záveru, že netradičné opatrenia nenahrádzajú štandardnú menovú politiku ale dopĺňajú ju. ECB využíva nekonvenčné nástroje resp. netradičnú menovú politiku ako dočasné riešenie v čase recesie alebo finančnej krízy na dosahovanie vytýčeného cieľa. Aj napriek skutočnosti, že tieto nástroje boli do ich doby použitia len fenoménmi v teoretických rovinách, stali sa užitočné a prevoditeľné do praxe. Na základe vyhlásení ECB môžeme konštatovať, že neštandardné nástroje sa stávajú štandardnými, ktoré sa môžu kedykoľvek použiť v krízových situáciách.

Napriek viacerým kritickým názorom ekonómov sme analýzou programu „exit strategy“ resp. programu kvantitatívneho uvoľňovania dospeli k záveru, že napriek množstvu negatív, ktoré tento nástroj má, bol nevyhnutný pre záchranu situácie pre eurozónu. Už len samotné očakávanie na kvantitatívne uvoľňovanie spôsobilo pokles úrokových sadzieb v eurozóne, čo značne pomohlo investíciám. Skutočnosťou je, že program QE je len dočasným riešením, ktorý nedokáže riešiť štrukturálne problémy v eurozóne. Výsledkom QE malo byť len zmiernenie situácie.

Záver

Bankový systém predstavuje zrkadlo ekonomiky danej krajiny, resp. v prípade eurozóny zoskupenia krajín s jednotnou menou, ktoré podliehajú jednotnej menovej politike. Tento systém je neoddeliteľnou súčasťou národného hospodárstva.

Finančná kríza v roku 2007 priniesla kritickú situáciu, ktorá otestovala nielen odolnosť ale aj funkčnosť bankových systémov. Centrálné banky boli nútené v tomto neľahkom období stabilizovať situáciu a zmiernovať negatívne dopady krízy. Nie je možné s určitosťou povedať či centrálné banky sú vinníkmi alebo spasiteľmi v čase krízy. Aj napriek neúspechom, nezasiahnutí v čas a nedosiahnutí cieľa, ktoré si vytýčila ECB je možné s istotou povedať, že využila všetky možné nástroje, aby sa snažila udržať situáciu pod kontrolou a držať funkčný systém aj za cenu využitia nástrojov, ktoré fungovali do tej doby len na teoretickej báze. Sme pevne presvedčení, že ak by mala ECB nejaké funkčné riešenie na celú túto situáciu, tak by ho využila okamžite. Budúcnosť eurozóny nie je v najsvetlejších farbách a preto ostáva len na ECB, aby pozorne sledovala ekonomiku a reakcie subjektov a aby bola schopná zakročiť v čas.

Cieľom našej práce bolo poskytnúť ucelený prehľad z množstva údajov, informácií a názorov na problematiku menovej politiky v čase po finančnej kríze z roku 2007 a reakciu ECB na túto situáciu. V prvej časti práce sme sa venovali najmä vymedzeniu základných pojmov potrebných na pochopenie problematiky. V ďalších častiach práce sme dávali dôraz na analýzu nástrojov, ktoré boli využité, aby sa zmiernili negatívne dopady finančnej krízy. Opísali sme prechod od štandardnej menovej politiky k neštandardnej. Na záver sme zhodnotili situáciu a poskytli sme odpovede na otázky týkajúce sa tejto problematiky.

Veríme, že tento cieľ sa nám podarilo splniť a poskytli sme odpovede alebo aspoň prostriedky na utvorenie názoru na problematiku menovej politiky ECB v pokrízovom období.

Zoznam použitej literatúry

- [1] Európska centrálna banka: Čo je inflácia? [online].
URL: ><https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.sk.html>< [
Cit. 2019-03-25]
- [2] JANÁČKOVÁ, S.: Krize eurozóny a dlhová krize vyspělého světa, Praha. CEP-centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. 106 s. ISBN: 978-80-86547-95-4.
- [3] JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II. Menová a kurzová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2013. 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9.
- [4] JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. Praha: Grada Publishing, as., 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
- [5] KOSTELNÝ, Roman. Mimoriadne opatrenia ECB počas globálnej krízy. *BIATEC: odborný bankový časopis*. Bratislava: Národná banka Slovenska, 2014, 22(4), 2-6. ISSN 1335-0900.
- [6] PAČESOVÁ, Hana. Makroekonomie: 2. díl. Praha: ČVUT, 2006. 120 s. ISBN 80-01-03579-4.
- [7] REVENDA, Z; J. KODERA; P. MUSÍLEK; P. DVOŘÁK; M. MANDEL. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5.vyd. Praha: Management Press, 2012. 424 s. ISBN 978-80-7261-240-6.
- [8] Úradný vestník C 326 , 26/10/2012 S. 0001 – 0390, Konsolidované znenie Zmluvy o Európskej únii a Zmluvy o fungovaní Európskej únie
- [9] Report z finančnej správy ECB z decembra 2018 [online].
URL: > <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201812.en.pdf>
<
[Cit. 2019-05-05]
- [10] Zimková, Emília. (2019). NEŠTANDARDNÁ MENOVÁ POLITIKA EURÓPSKEJ CENTRÁLNEJ BANKY. [online] URL: https://www.researchgate.net/publication/267233505_NESTANDARDNA_MENOVA_POLITIKA_EUROPSKEJ_CENTRALNEJ_BANKY [cit: 2019-04-15].

Zoznam internetových odkazov

www.nbs.sk

www.ecb.europa.eu

www.tradingeconomics.com

www.eurostat.sk

www.xtb.com

www.eurostat.sk

www.euroaktiv.sk

www.macrobond.com